

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA PODNIKOHOSPODÁŘSKÁ

Ocenění společnosti Emos trading, a.s.

Valuation of the company Emos trading, a.s.

Student: Bc. Jana Hradilová

Vedoucí diplomové práce: Ing. Josef Kašík, Ph. D

Ostrava 2011

Zadání:

Místopřísežně prohlašuji, že diplomovou práci jsem zpracovala samostatně za použití literatury, která je uvedena v seznamu. Přílohy č. 1, č. 2 a č. 3 dané mi k dispozici jsem samostatně doplnila.

V Ostravě dne.....

.....
Podpis

OBSAH

1	ÚVOD	1
2	TEORETICKÁ VÝCHODISKA	2
2.1	Teoretické základy pro ocenění podniku	2
2.1.1	Definice podniku	2
2.1.2	Předpisy, podle kterých se oceňuje podnik	2
2.1.3	Hodnota podniku	3
2.1.4	Důvody pro ocenění podniku	4
2.1.5	Doporučený postup při oceňování podniku	5
2.2	Finanční analýza.....	6
2.3	Analýza stavových ukazatelů	6
2.3.1	Analýza poměrových ukazatelů	7
2.3.2	Souhrnné modely hodnocení finanční úrovně.....	12
2.4	Finanční plán	14
2.5	Metody oceňování podniku	15
2.5.1	Výnosové metody.....	15
2.5.2	Majetkové metody.....	24
2.5.3	Komparativní metody.....	26
2.5.4	Kombinované metody	26
3	APLIKAČNÍ ČÁST	27
3.1	Charakteristika a popis oceňované společnosti	27
3.1.1	Obecné údaje	28
	Založení a charakteristika společnosti.....	28
	Organizační struktura společnosti	29
3.2	Finanční analýza.....	29
3.2.1	Analýza účetních výkazů	29
3.2.2	Poměrové ukazatele.....	33
3.2.3	Souhrnné modely hodnocení finanční úrovně.....	38
3.3	Dlouhodobý finanční plán.....	40
3.3.1	Návrh dlouhodobého plánu VZZ	41
3.3.2	Návrh dlouhodobého plánu rozvahy	43
3.4	Ocenění.....	45
3.4.1	Ocenění metodou DCF – equity.....	45
3.4.2	Ocenění vlastního kapitálu společnosti metodou kapitalizovaných zisků	48
4	NÁVRHY A DOPORUČENÍ	51
5	Závěr.....	53
	Seznam použité literatury.....	54
	Seznam zkratk	56
	Prohlášení o využití výsledků diplomové práce.....	59
	Seznam příloh.....	60

1 ÚVOD

V současné době patří problematika oceňování k nejvýznamnějším oblastem finančního řízení firem. Problematika oceňování se v České republice začala rozvíjet na počátku 90. let minulého století a to v souvislosti s transformací ekonomiky.

V současnosti mají vliv na oblast oceňování podniku sílící globalizační trendy, otevírání nových trhů a rostoucí počet podnikových fúzí a akvizic. Stanovení hodnoty podniku představuje tedy významný nástroj manažerského řízení, který je nezbytný při taktickém vedení podniku a strategickém rozhodování jeho managementu.

Správné určení hodnoty podniku závisí na kvalitě vstupních údajů, jejich správné interpretaci a na správném finančním plánování, v případě, že se jedná o výnosové ocenění. Významný vliv má také stanovení časového horizontu, ve kterém se ocenění provádí a volba metody oceňování. Je vhodné používat kombinaci různých metod ocenění, aby byla zajištěna správnost ocenění.

Cílem diplomové práce je provést ocenění společnosti Emos trading a.s. pro potřeby vlastníků k datu 1.1. 2010. Ocenění bude provedeno vybranými výnosovými metodami DCF – equity a metodou kapitalizovaných čistých výnosů.

Diplomová práce je rozdělena do tří částí, které na sebe navazují.

V první části je popsána teoretická problematika oceňování podniku, budou přiblíženy základní pojmy, které souvisejí s oceňováním, jako je finanční analýza či sestavení dlouhodobého finančního plánu, dále pak metody oceňování a postupy.

Ve druhé části, aplikační, je nejprve představena společnost Emos trading a.s. a z dostupných dat této společnosti bude následně provedena finanční analýza a sestaven návrh dlouhodobého finančního plánu. Součástí této části je také stanovení nákladů kapitálu a aplikace vybraných metod ocenění. Z výnosových metod je použita metoda diskontovaných peněžních toků DCF - equity, která bude aplikována dvoufázově, a metoda kapitalizovaných zisků v paušální i analytické variantě.

Třetí část zahrnuje zhodnocení dosažených výsledků podle jednotlivých aplikovaných metod a případné návrhy a doporučení.

2 TEORETICKÁ VÝCHODISKA

Oblast oceňování patří k významným oblastem finančního řízení firem. Výsledkem procesu oceňování je pak stanovení hodnoty podniku, což patří mezi důležité manažerské nástroje. Protože hodnota podniku je významným kritériem pro řadu dlouhodobých strategických rozhodnutí vedení společnosti a při jeho taktickém řízení. Výsledná hodnota podniku je ovlivněná rozsahem a mírou vstupních údajů, časovým horizontem a použitou metodou. Jednotlivé postupy lze použít za určitých podmínek a předpokladů, a proto při nesprávném použití daných postupů může dojít k nesprávné interpretaci výsledných hodnot.

2.1 Teoretické základy pro ocenění podniku

Dříve než začneme provádět samotné ocenění podniku je důležité formulovat základní východiska. Konkrétně je třeba upřesnit, co se rozumí pod pojmem podnik, hodnota podniku a jaké základní kategorie hodnoty rozlišujeme.

2.1.1 Definice podniku

V literatuře se setkáváme s různými definicemi podniku. Dle některých autorů můžeme podnik definovat jako jedinečné, méně likvidní aktivum, pro které existují velmi málo účinné trhy.

Tato definice odpovídá situaci a má podstatné důsledky pro vymezení hodnoty podniku. Největší význam má ale definice uvedená v obchodním zákoníku, který definuje podnik v § 5 jako:

„...soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit. Podnik je věc hromadná...“¹

Důležitou součástí podnikání je využívání závazků všeho druhu a při oceňování se musí brát v úvahu i jejich rozsah. Je tedy nutné na podnik pohlížet z ekonomického hlediska jako na funkční celek.

2.1.2 Předpisy, podle kterých se oceňuje podnik

V České republice neexistuje v současné době žádný zákon nebo předpis obecně závazný při oceňování podniku. Oceňovatelé podniků se opírají zejména o ekonomickou teorii, ale i přesto existují určité předpisy. Mezi české předpisy patří Zákon o oceňování

¹ viz. Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník

majetku č.151/1997 Sb. a na něj navazující vyhlášky Ministerstva financí ČR nebo Metodický pokyn ZNAL ČNB. České předpisy se aplikují pro vymezený okruh případů. Mezinárodní a Evropské standardy obsahují především definice hodnoty a určité rámcové zásady, které by měly být při oceňování respektovány. Z národních standardů se v našich podmínkách můžeme setkat s Americkými oceňovacími standardy US PAP a německým standardem IDW S1.

2.1.3 Hodnota podniku

Hodnota v ekonomickém slova smyslu je chápána jako vztah mezi určitým subjektem a objektem za předpokladu racionálního chování.² Ekonomická hodnota určitého statku má dvě stránky – užitnou hodnotu a směnnou hodnotu.

Hodnota podniku je tedy dána očekávanými budoucími příjmy (buď na úrovni vlastníků, nebo na úrovni všech investorů do podniku) převedenými (diskontovanými) na jejich současnou hodnotu.³

Mezinárodní oceňovací standardy obsahují základní pojmy, jako jsou hodnota, cena, náklady a trh. Hodnota podniku je částka bez ohledu na konkrétní okolnosti prodeje nebo nákupu. Znázorňuje částku, kolem které by se měla pohybovat cena. A cena je pak konkrétní zaplacená částka za podnik v daném čase a místě.

Rozlišují se čtyři základní **kategorie hodnoty**.

Tržní hodnota

„Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“⁴

Subjektivní hodnota (investiční hodnota)

„Investiční hodnota je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovení investičního cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem, skupinou investorů nebo jednotou s určitými investičními cíli a nebo kritérii. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota

² PEEMÖLLER, V.H.: Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2001, str. 3

³ MAŘÍK, Miloš a kol., Metody oceňování podniku, 2007, str. 20

⁴ MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku. 2007. str. 22

tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku.“⁵

Subjektivní přístup se využívá v těchto situacích:

- koupě a prodej podniku, kdy zjišťujeme, zda je transakce výhodná,
- rozhodování mezi sanací a likvidací podniku

Objektivizovaná hodnota

Tato hodnota by měla být co nejvíce postavena na všeobecně uznávaných datech a při jejím výpočtu by měly být dodrženy určité zásady a požadavky. Účel spočívá v docílení co největší reprodukovatelnosti v ocenění.

Kolínská škola

Je založena na subjektivním postoji konkrétního prodávajícího na jedné straně a konkrétního kupujícího na druhé straně. Zastává názor, že ocenění nemá smysl modifikovat v závislosti na jednotlivých podnětech, ale na obecných funkcích, které má ocenění pro svého uživatele. K těmto funkcím se řadí funkce poradenská, rozhodčí, argumentační, komunikační a daňová.

2.1.4 Důvody pro ocenění podniku

Ocenění je samo o sobě službou, protože svému objednateli přináší nějaký užitek. Tento užitek může mít rozličnou povahu podle požadavků objednatele a cílů, kterým má ocenění sloužit. Proto rozlišujeme ocenění, která vycházejí z různých podnětů a slouží k různým účelům.

Rozlišujeme ocenění související s vlastnickými změnami v podniku a ocenění pro případy, kdy k vlastnickým změnám nedochází. K oceněním souvisejícím s vlastnickými změnami patří např. koupě a prodej podniku, nepeněžitý vklad do obchodní společnosti, fúze, rozdělení společnosti, nabídka na převzetí, nabídka na odkoupení účastnických cenných papírů, přijetí obchodního podílu na úhradu dluhu atd. K oceněním, kdy nedochází k vlastnickým změnám patří např. změna právní formy společnosti, ocenění v souvislosti s poskytnutím úvěru nebo v souvislosti se sanací podniku.

⁵ MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku. 2007. str. 26

2.1.5 Doporučený postup při oceňování podniku

Na zpracování ocenění podniku se podílí tým odborníků. Tým je složený z vedoucího týmu, který řídí práce na ocenění, a ze specialistů a asistentů. Ti pak řeší zadané úkoly. Důležitá je účast zástupců top managementu v týmu, kteří formulují nejen zadání práce, ale jsou také dodavateli informací z podniku. Práce týmu je řízena časovým harmonogramem.

Abychom mohli podnik kvalitně ocenit, musíme mít k dispozici nejen informace z podniku, ale také informace o prostředí, ve kterém podnik funguje. Jedná se o makroekonomické prostředí a o odvětví, do kterého podnik patří. Tyto informace čerpáme z interních zdrojů daného podniku, jedná se většinou o finanční plány, účetní závěrku, vnitropodnikové informace a technickoekonomické studie.

Na fázi shromažďování dat navazuje fáze analytická, která zpravidla obsahuje analýzu makroekonomickou, analýzu odvětví a finanční analýzu podniku. V případě, že v rámci ocenění budou dále aplikovány modely výnosové, v nichž se využívá informací o budoucnosti, především o potenciálních výnosech, je nezbytné podrobit analýze podnikatelský záměr.⁶ Funkcí strategické analýzy je tedy vymezit výnosový potenciál oceňovaného podniku, který se odvíjí od potenciálu vnějšího a vnitřního, kterým podnik disponuje. Tato analýza obsahuje různé analytické techniky využívané také pro identifikaci vztahů mezi okolím podniku, zahrnující makroprostředí, odvětví, konkurenční síly, trh, konkurenty a zdrojovým potenciálem podniku. Finanční analýza pak slouží zejména k prověření finančního zdraví podniku a měla by být základem pro vytvoření finančního plánu. U finanční analýzy musíme ukazatele nejen spočítat, ale i správně interpretovat a následně vyvodit závěry.

Finanční plán se sestavuje pouze v případě použití některé ze standardních výnosových metod. Plán tvoří výsledovka, rozvaha a výkaz peněžních toků. V rámci běžného řízení podniku bývá součástí podnikového plánu. Podnikový plán by pak měl vycházet z dlouhodobé koncepce firmy, tedy jeho strategie a vize.

Dostáváme se k poslední části a to k ocenění. Tato část je složena z volby příslušné metody ocenění, ocenění zvolenou metodou a souhrnného ocenění. Metod stanovení hodnoty podniku existuje hodně. Volba správné metody podstatným způsobem určuje, jestli bude cíl oceňování naplněn. Výběr metod závisí také na účelu ocenění a subjektivním postoji oceňovatele. Obvykle je vhodné provést ocenění několika metodami.

⁶ KISLINGEROVÁ, Eva, Oceňování podniku, 1999, str. 15

2.2 Finanční analýza

Finanční analýza představuje soubor činností, jejichž cílem je zjistit a následně vyhodnotit finanční situaci firmy. Umožňuje nám získat přehled o majetkové, finanční a důchodové situaci podniku. Finanční analýza tvoří důležitou součást finančního řízení podniku. Pro hodnocení finanční situace a výkonnosti firmy se využívá celá řada poměrových ukazatelů. Hlavním smyslem je zhodnocení finančního zdraví podniku a navrhnutí opatření, vedoucí ke zlepšení ekonomické situace podniku, růstu prosperity a k lepším rozhodovacím procesům o fungování podniku.⁷

Finanční zdraví podniku závisí na jeho výkonnosti a finanční pozici. Vyjadřuje míru odolnosti financí podniku vůči externím a interním provozním rizikům za dané finanční situace. Pokud podnik nejeví příznaky hrožící finanční tísně, lze se domnívat, že v dohledné budoucnosti (do roka) nedojde k úpadku pro platební neschopnost.⁸

Do finanční analýzy se promítá objem a kvalita výroby, úroveň marketingové a obchodní činnosti, inovační aktivita a další podnikové činnosti.⁹

2.3 Analýza stavových ukazatelů

Horizontální analýza se zabývá porovnáním změn absolutních ukazatelů v čase. K dosažení dostatečné vypovídací schopnosti potřebujeme mít k dispozici dostatečně dlouhé časové řady, protože precizně vedené časové řady mohou znamenat méně nepřesností z hlediska interpretace výsledků propočtu. Rozborem horizontální struktury účetních výkazů tedy zjistíme, o kolik jednotek se položka změnila v čase a o kolik % se příslušná jednotka změnila v čase. Tento rozbor může být zpracován buď meziročně (porovnání dvou po sobě jdoucích období) nebo za několik účetních období. Cílem horizontální analýzy je změřit pohyb jednotlivých veličin a to relativně a absolutně a změřit jejich intenzitu.

Vertikální analýza nám umožňuje zjistit, jak se jednotlivé majetkové části podílely na bilanční sumě, tj. na aktivech a pasivech. Struktura aktiv nás informuje o tom, do čeho firma investovala kapitál a do jaké míry při investičním procesu byla zohledňována výnosnost.. Struktura pasiv potom ukazuje, z jakých zdrojů byl majetek pořízen. Mezi poměrně drahý zdroj financování je považováno financování z vlastních zdrojů.

⁷HRADILOVÁ, Jana, *Hodnocení výkonnosti podniku*, Bakalářská práce, 2009

⁸GRÜNWARD, Rolf., HOLEČKOVÁ, Jaroslava. *Finanční analýza a plánování podniku*, 2007, str. 23

⁹DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 2006, str. 68

2.3.1 Analýza poměrových ukazatelů

Zatímco vertikální a horizontální analýza sleduje vývoj jedné veličiny – položky rozvahy či výsledovky – v čase nebo ve vztahu k jedné vztažné veličině (celková bilanční suma, tržby), poměrová analýza dává „do poměru“ položky vzájemně mezi sebou.¹⁰

Analýza poměrovými ukazateli je nejčastěji používaným rozborovým postupem k účetním výkazům. Je to způsobeno tím, že tato analýza vychází výhradně z údajů ze základních účetních výkazů. Poměrový ukazatel se pak vypočítá jako poměr jedné nebo několika účetních položek základních účetních výkazů k jiné položce nebo jejich skupině.

Základní členění ukazatelů finanční analýzy rozlišuje:

- ukazatele finanční stability a zadluženosti;
- ukazatele likvidity;
- ukazatele rentability;
- ukazatele aktivity;
- ukazatele vycházející z údajů kapitálového trhu.

2.3.1.1 Ukazatele finanční stability a zadluženosti

Finanční stabilita podniku je charakterizována strukturou zdrojů financování. Finanční stabilitu je možno hodnotit na základě analýzy vztahu podnikových aktiv a zdrojů jejich krytí (pasiv).¹¹

Zadluženost znamená, že podnik používá k financování svých aktiv ve své činnosti cizí zdroje. Zadluženost, klidně i vysoká, nemusí být ještě negativní charakteristikou firmy, protože v dobře fungující firmě může vysoká finanční páka pozitivně přispívat k rentabilitě vlastního kapitálu.

Použití výhradně vlastního kapitálu s sebou přináší snížení celkové výnosnosti vloženého kapitálu.¹² Na druhou stranu financování výhradně z cizích zdrojů by bylo spojeno s obtížemi při jeho získávání. Podstata analýzy zadluženosti spočívá v hledání optimálního vztahu mezi vlastním a cizím kapitálem (kapitálová struktura).

¹⁰ KISLINGEROVÁ, Eva, HNILICA, Jiří. *Finanční analýza krok za krokem*. 2005, str. 31

¹¹ DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 2006, str. 72

¹² RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza - metody, ukazatele, využití v praxi*. 2007, str. 57

Podíl vlastního kapitálu na aktivech (Equity Ratio)

$$Equity\ Ratio = \frac{vlastní\ kapitál}{aktiva\ celkem} \quad (2.1)$$

Charakterizuje dlouhodobou finanční stabilitu firmy. Udává, do jaké míry je podnik schopen financovat majetek vlastními zdroji a jaká je jeho finanční samostatnost.

Stupeň krytí stálých aktiv

$$Stupeň\ krytí\ stálých\ aktiv = \frac{dlouhodobý\ kapitál}{stálá\ aktiva} \quad (2.2)$$

Stálá aktiva firmy by měla být kryta dlouhodobými zdroji. Čím budou oba tyto ukazatele vyšší, tím lepší bude finanční stabilita firmy. Stupeň tohoto krytí by měl mít hodnotu alespoň 100 %.

Majetkový koeficient (Equity Multiplier) neboli finanční páka (Financial Leverage)

$$Majetkový\ koeficient = \frac{celková\ aktiva}{vlastní\ kapitál} \quad (2.3)$$

Každý podnik je financován vlastními nebo cizími zdroji. Cizí kapitál představuje dluh, který musí firma v určité době splatit. Náklady na používání cizího kapitálu je úrok, který podnik musí zaplatit a případně ještě další výdaje na jeho získání. Použití tohoto cizího kapitálu působí jako páka, kterou management podniku zvedá výnosnost vlastního kapitálu. Tím však současně zvyšuje i jeho rizikovost. Ukazatel se zvyšuje tím víc, čím víc roste podíl cizích zdrojů na celkovém financování.

Ukazatel celkové zadluženosti (ukazatel věřitelského rizika)

$$Debt\ ratio = \frac{cizí\ kapitál}{celková\ aktiva} \quad (2.4)$$

Celková zadluženost představuje podíl celkových závazků k celkovým aktivům a měří podíl věřitelů na celkovém kapitálu, ze kterého je financován majetek firmy. Zadluženost má tedy vliv jak na věřitelské riziko, tak na výnosnost podniku. U toho ukazatele platí, že čím je jeho hodnota vyšší, tím vyšší je riziko věřitelů.

Ukazatel zadluženosti vlastních zdrojů

$$Debt / Equity\ Ratio = \frac{cizí\ kapitál}{vlastní\ kapitál} \quad (2.5)$$

Zadluženost vlastního kapitálu, kterou je firma ochotna akceptovat, závisí na fázi vývoje firmy a postoji vlastníků k riziku. U stabilních společností se pohybuje zhruba v rozmezí 80 - 120 %.

Ukazatel úrokového krytí

$$\text{Ukazatel úrokového krytí} = \frac{EBIT}{\text{úroky}} \quad (2.6)$$

Ukazatel udává, kolikrát zisk převyšuje úroky. Je-li jeho hodnota rovna 100 %, znamená to, že podnik vydělá jen na úroky a vytvořený zisk je nulový. Hodnota menší než 100 % znamená, že firma nevydělá ani úroky.

Ukazatel úrokového zatížení

$$\text{Úrokové zatížení} = \frac{\text{úroky}}{EBIT} \quad (2.7)$$

Je obrácenou hodnotou ukazatele úrokového krytí. Říká, jakou část zisku odčerpají úroky. Je žádoucí, aby hodnota tohoto ukazatele byla co nejmenší.

2.3.1.2 Ukazatele likvidity

Likvidita znamená schopnost podniku hradit včas své závazky a získat dostatek prostředků na uskutečnění potřebných plateb. Likvidita má význam z hlediska finanční rovnováhy firmy, protože jen dostatečně likvidní podnik je schopen plnit své závazky.

Ukazatel celkové likvidity (Current Ratio)

$$\text{Celková likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (2.8)$$

Tento ukazatel poměří objem oběžných aktiv s objemem závazků, splatných v blízké budoucnosti. Informuje tedy o tom, jak by byl podnik schopen uspokojit své věřitele, kdyby veškerá oběžná aktiva proměnil v daném okamžiku na hotovost. Hlavní slabinou tohoto ukazatele je fakt, že nepřihlíží ke struktuře oběžných aktiv z hlediska likvidnosti a nebere v úvahu strukturu krátkodobých závazků z hlediska doby splatnosti. Za průměrnou výši je považováno rozmezí od 1,5 do 2,5.

Pohotová likvidita (Quick Ratio – Acid Test Ratio)

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva} - \text{zásoby}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (2.9)$$

Doporučená hodnota pohotové likvidity by se měla pohybovat od 1,0 do 1,5. Pokud by poměr mezi čitatelem a jmenovatelem byl v poměru 1:1, pak by byl podnik schopen vyrovnat se se svými závazky, aniž by musel prodat své zásoby. Pro věřitele bude výhodnější vyšší hodnota, ale pro akcionáře a vedení podniku tomu tak nebude. Protože podstatný objem oběžných aktiv vázaný ve formě pohotových prostředků přináší jen malý nebo žádný úrok. Naopak nadměrná výše oběžných aktiv vede k neproduktivnímu využívání prostředků, které byly vloženy do podniku a nepříznivě ovlivňuje celkovou výnosnost vložených prostředků.

Okamžitá likvidita (Cash Ratio)

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{pohotov\acute{e} platebn\acute{i} prost\acute{r}edky}}{\text{kr\acute{a}tkodob\acute{e} z\acute{a}vazky}} \quad (2.10)$$

Pohotov\acute{e} platebn\acute{i} prost\acute{r}edky tvoří suma peněz na běžném účtu, jiných účtech nebo v pokladně, ale i volně obchodovatelné cenné papíry. Doporučená hodnota podle americké literatury pro okamžitou likviditu je v rozmezí 0,9 – 1,1. V České republice se uvádí hodnota 0,6 a podle metodiky ministerstva průmyslu a obchodu jsou hodnoty ještě nižší, a to 0,2. Tato hodnota je zároveň označována za hodnotu kritickou.

2.3.1.3 Ukazatele rentability

Rentabilita měří schopnost firmy vytvářet nové zdroje, dosahovat zisku použitím investovaného kapitálu. Slouží tedy k hodnocení celkové efektivnosti dané činnosti. Obecný tvar tohoto ukazatele je dán poměrem výnosu ku vloženému kapitálu. Pro výpočet některých ukazatelů rentability se používá zisk před úroky a daněmi EBIT, protože tento ukazatel není ovlivněn změnami daňových a úrokových sazeb ani změnou struktury finančních zdrojů.

Ukazatel rentability aktiv (Return on Assets) ROA

$$ROA = \frac{EBIT}{aktiva} \quad (2.11)$$

Tento ukazatel se považuje za klíčové měřítko rentability, neboť poměřuje zisk s celkovými aktivy investovanými do podnikání bez ohledu na to, z jakých zdrojů jsou financovány. ROA by měl odrážet, jakého bylo dosaženo efektu z celkových aktiv.

Ukazatel rentability dlouhodobých zdrojů (Return on Capital Employed) ROCE

$$ROCE = \frac{EBIT}{vlastn\acute{i} kapit\acute{a}l + dlouhodob\acute{e} dluhy} \quad (2.12)$$

Tento ukazatel hodnotí význam dlouhodobého investování na základě určení výnosnosti vlastního kapitálu spojeného s dlouhodobými zdroji. ROCE se často využívá k mezipodnikovému porovnání.

Ukazatel rentability vlastního kapitálu (Return on Equity) ROE

$$ROE = \frac{EAT}{\text{vlastní kapitál}} \quad (2.13)$$

Ukazatel rentability vlastního kapitálu vyjadřuje celkovou výnosnost vlastních zdrojů a jejich zhodnocení v zisku. Výše tohoto ukazatele závisí na rentabilitě celkového kapitálu a úrokové míře cizího kapitálu. Nárůst ukazatele ROA může způsobit např. větší vytvořený zisk společnosti, pokles úrokové míry cizího kapitálu, snížení podílu vlastního kapitálu na celkovém kapitálu.

2.3.1.4 Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity měří schopnost společnosti využívat investované finanční prostředky a měří vázanost jednotlivých složek kapitálu v jednotlivých druzích aktiv a pasiv.¹³ Tento ukazatel můžeme vyjádřit ve dvou modelech: *obratovost (rychlost obratu)*, ta vyjadřuje počet obrátek aktiv za období, během kterého bylo tržeb použitých v ukazateli dosaženo. A *doba obratu*, která vyjadřuje, kolik dní trvá jedna obrátka.

Obrátka celkových aktiv (počet obrátů/rok)

$$\text{Obrátka celkových aktiv} = \frac{\text{tržby}}{\text{celková aktiva}} \quad (2.14)$$

Tento ukazatel měří intenzitu využití celkového majetku. Používá se pro mezipodnikové srovnávání. Čím vyšší je jeho hodnota, tím efektivněji podnik využívá majetek.

Doba obratu aktiv (dny)

$$\text{Doba obratu aktiv} = \frac{\text{celková aktiva} \cdot 360}{\text{tržby}} \quad (2.15)$$

Ukazatel vyjadřuje, jak dlouho bude trvat obrat celkových aktiv ve vztahu k tržbám. Pozitivní je co nejkratší doba obratu.

¹³ RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza - metody, ukazatele, využití v praxi*. 2007, str. 60

Doba obratu zásob (dny)

$$Doba\ obratu\ zásob = \frac{zásoby \cdot 360}{tržby} \quad (2.16)$$

Ukazatel vyjadřuje, kolik dnů jsou oběžná aktiva vázána ve formě zásob.¹⁴ Je žádoucí, aby doba obratu zásob byla co nejkratší.

Doba obratu pohledávek (dny)

$$Doba\ obratu\ pohledávek = \frac{pohledávky \cdot 360}{tržby} \quad (2.17)$$

Tento ukazatel vyjadřuje, za jak dlouho jsou v podniku v průměru inkasovány pohledávky, jinými slovy, za jak dlouho jsou průměrně placeny faktury. Pokud tento ukazatel trvale překračuje doby splatnosti, je nutné se zaměřit na platební kázeň odběratelů.

Doba obratu závazků (dny)

$$Doba\ obratu\ závazků = \frac{závazky \cdot 360}{tržby} \quad (2.18)^{15}$$

Tento ukazatel vyjadřuje počet dní, na které dodavatelé poskytnou obchodní úvěr. Charakterizuje platební disciplínu podniku vůči dodavatelům.¹⁶

2.3.2 Souhrnné modely hodnocení finanční úrovně

Jedná se o specifické metody ve finančních analýzách, pomocí kterých lze vyjádřit úroveň finanční situace a výkonnosti podniku jedním číslem. Při tvorbě těchto modelů vycházíme z předpokladu, že v podniku již několik let před úpadkem dochází k určitým odchylkám ve vývoji, které jsou charakteristické právě pro ohrožené podniky.

Modely hodnocení finanční úrovně podniku se dělí do dvou skupin, a to na bankrotní a ratingové modely. Bankrotní modely nám poskytují informace o možnosti hrozícího bankrotu v blízké budoucnosti, kdežto u ratingových modelů se hodnotí možnost zhoršení finanční úrovně podniku.

¹⁴MRKVIČKA, Josef, KOLÁŘ, Pavel. *Finanční analýza*. 2006, str. 95

¹⁵Všechny vzorce, které jsou uvedeny v kapitole 2.3.3 jsou čerpány z knihy DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2006. 194 s. ISBN 80-86119-58-0.

¹⁶DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 2006, str. 84

2.3.2.1 Bankrotní modely

Beaverův model je postaven na analýze některých poměrových ukazatelů, jež mají důležitou roli při zaznamenávání finančních problémů podniků. Z analýzy vyplývá, že poměrové ukazatele mají vypovídací sílu již pět let před úpadkem firmy. Hlavní ukazatele jsou obsaženy v tabulce 2.1.

Tabulka 2.1 Parametry Beaverova modelu

Ukazatel	Trend u ohrožených firem
VK/A	klesá
PH/A	klesá
BŮ/CZ	roste
CF/CZ	klesá
PK/A	klesá

Zdroj: Dluhošová (2006)

Tafflerův model je založen na ukazatelích, které odrážejí zásadní charakteristiky platební neschopnosti podniku.

$$ZT = 0,53 \cdot EBT/KD + 0,13 \cdot OA/CZ + 0,18 \cdot KD/CA + 0,16 \cdot (FM - KD)/PN \quad (2.19)$$

Kde: EBT je zisk před zdaněním, KD jsou krátkodobé dluhy, OA oběžná aktiva, CZ cizí zdroje, CA jsou celková aktiva, FM finanční majetek a PN jsou provozní náklady. Výsledky pak interpretujeme tak, že je-li ZT menší jak nula, znamená to velkou pravděpodobnost bankrotu a je-li ZT větší jak nula, pravděpodobnost bankrotu je malá.

2.3.2.2 Ratingové modely

Kralickův Quicktest se skládá ze soustavy 4 rovnic, na základě nichž pak hodnotíme situaci v podniku.

$$R1 = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{aktiva celkem}} \quad (2.20)$$

$$R2 = (\text{cizí zdroje} - \text{peněžní prostředky}) / \text{provozní cash flow} \quad (2.21)$$

$$R3 = \frac{EBIT}{\text{aktiva celkem}} \quad (2.22)$$

$$R4 = \frac{\text{provozní cash flow}}{\text{výkony}} \quad (2.23)$$

Výsledkům, které vypočítáme pak přiřadíme bodovou hodnotu podle tabulky 2.2.

Tab. 2.2 Bodování výsledků Kralickova Quicktestu

	0 bodů	1 bod	2 body	3 body	4 body
R1	<0	0 – 0,1	0,1 – 0,2	0,2 – 0,3	>0,3
R2	<3	3 - 5	5 - 12	12 - 30	>30
R3	<0	0 – 0,08	0,08 – 0,12	0,12 – 0,15	>0,15
R4	<0	0 – 0,05	0,05 – 0,08	0,08 – 0,1	>0,1

Zdroj: RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza - metody, ukazatele, využití v praxi*, str. 80.

Pomocí tohoto testu zhodnotíme:

$$\text{finanční stabilitu FS} = (R1+R2)/2, \quad (2.24)$$

$$\text{výnosovou situaci VS} = (R3+R4)/2 \text{ a v posledním kroku provedeme} \quad (2.25)$$

$$\text{hodnocení celkové situace SH} = (FS+VS)/2. \quad (2.26)^{17}$$

Jestliže je kritérium hodnocení větší než 3, představuje to firmu, která je bonitní. Pokud se výsledné hodnoty pohybují v intervalu 3-1, představuje to šedou zónu a v případě, že je hodnota menší než 1, signalizuje to potíže ve finančním hospodaření firmy.

2.4 Finanční plán

Pro potřeby oceňování je nezbytné sestavit dlouhodobý finanční plán společnosti. Ten bude sestaven v souvislosti s oceněním společnosti, při kterém budou aplikovány výnosové metody. Finanční plán je důležitým nástrojem řízení firmy a slouží k těmto účelům: pomáhá manažerům kombinovat zdroje a aktivity, představuje jasný popis o zdrojích a očekáváních organizace, definuje parametry pro řízení systémů a ulehčuje hodnocení manažerů a hospodářských jednotek.

Finanční plány se sestavují pro různá období, ale nejpoužívanějších je roční plán. Hloubka a rozsah finančního plánu jsou pak adaptovány na typ firmy (velikost, organizační členění, technicko ekonomická provázanost), styl řízení, účel jeho tvorby.

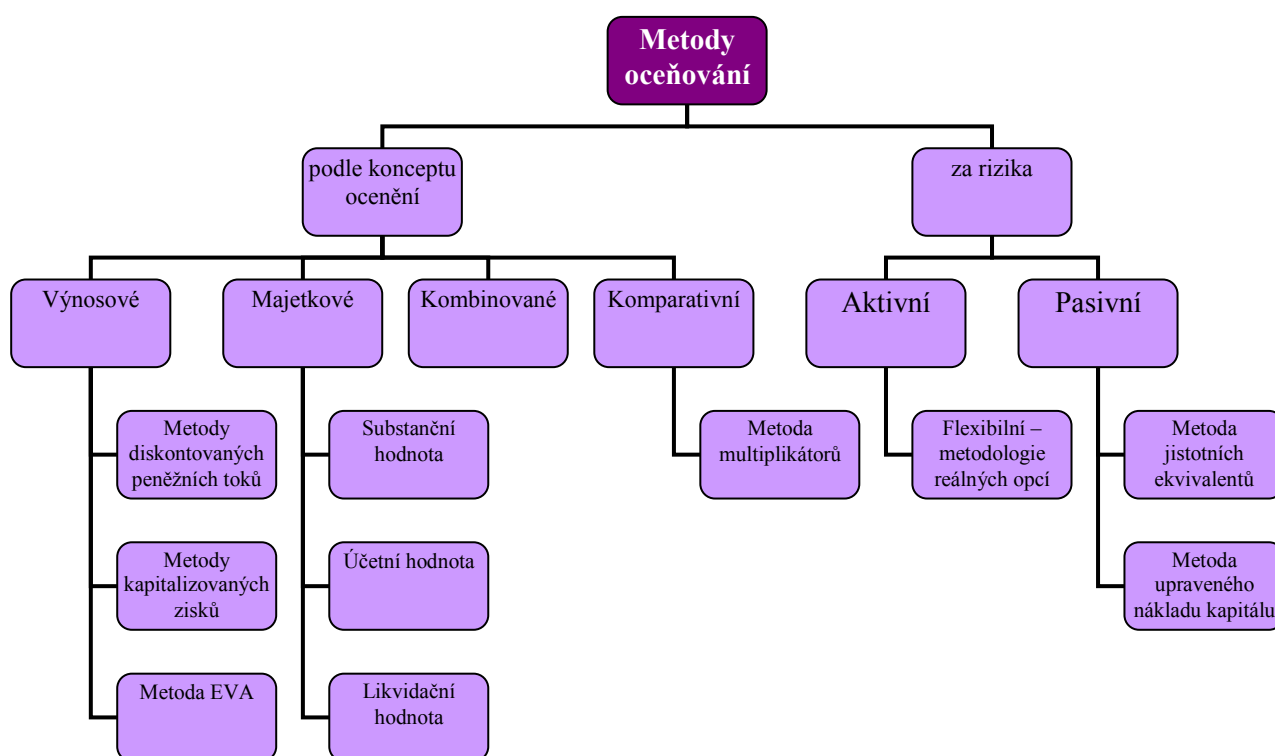
Tento plán vychází z minulých výsledků hospodaření za posledních 4 – 8 let a jeho součástí je rozvaha a výkaz zisku a ztráty.

¹⁷ Všechny vzorce, které jsou uvedeny v kapitole 2.3.4, jsou čerpány z knihy: RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza - metody, ukazatele, využití v praxi*. 1. vyd. Praha: GRADA Publishing, 2007. 120 s. ISBN 978-80-247-1386-1.

2.5 Metody oceňování podniku

Metod stanovení hodnoty podniku existuje celá řada a to jak z teoretického tak z praktického pohledu. Výběr správné metody má vliv na to, jestli bude cíl oceňování naplněn. Tato volba je také ovlivněna účelem ocenění a subjektivním postojem oceňovatele. Několik základních metod a jejich další členění lze vidět na následujícím obrázku 2.1.

Obrázek 2.1 Přehled metod stanovení hodnoty firmy



Zdroj: Dluhošová, Dana, *Finanční řízení a rozhodování podniku*. (2006)

2.5.1 Výnosové metody

Podstatou této skupiny metod je stanovení hodnoty kapitálu jako současné hodnoty budoucích peněžních toků. Tyto metody vycházejí z poznatku, že hodnota statků je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele. Tímto užitekem pak může být např. zisk, dividendy nebo finanční toky. Hodnota u těchto metod závisí na definici budoucích výnosů, volbě časového horizontu a stanovení nákladů kapitálu. Na základě toho, jakou veličinu budeme

konkrétně pod těmito výnosy v obecném vyjádření myslet, rozlišujeme pak jednotlivé výnosové metody pro ocenění podniku.

Existují tyto základní výnosové metody:

- metoda diskontovaného peněžního toku (DCF)
- metoda kapitalizovaných čistých výnosů
- metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)
- kombinované metody, které kombinují výnosové ocenění s oceněním majetkovým

Tabulka 2.2 Metody ocenění kapitálu zadluženého podniku metodami DCF

Metody diskontovaných peněžních toků				
Metoda	DCF - Entity	DCF - Equity	DDM	APV
Forma peněžních toků	FCFF	FCFE	Dividendy	$FCFE_U + \text{daňový štít}$
Náklad kapitálu	WACC	R_E	R_E	$WACC, R_D$
Hodnota	Hodnota celkového kapitálu	Hodnota vlastního kapitálu	Hodnota vlastního kapitálu	Hodnota celkového kapitálu

Zdroj: Dluhošová (2006)

2.5.1.1 Metody diskontovaných peněžních toků

Metody diskontovaných peněžních toků (Discounted Cash Flow, *DCF*) jsou založeny na odhadech budoucích volných peněžních toků, které plynou z podnikatelské činnosti. K zásadním krokům použití této metody patří správné vymezení budoucích peněžních toků vhodných pro ocenění, následně pak stanovení nákladu kapitálu, kterými jsou peněžní toky diskontovány a posledním třetím krokem je stanovení hodnoty pomocí metody ocenění.

Rozlišujeme 3 základní techniky pro výpočet výnosové hodnoty metodou DCF.

- metoda „entity“ (entity = jednotka, tedy označuje podnik jako celek)
- metoda „equity“ (equity = vlastní kapitál)
- metoda APV (Adjusted Present Value), upravená současná hodnota

Vymezení volných peněžních toků

Volné peněžní toky FCF (Free Cash Flow) mají v těchto metodách významné uplatnění a představují měřítko hospodářské činnosti podniku. Kategorie volných peněžních toků je obvykle chápána jako rozdíl mezi příjmy a výdaji, které podniku přináší majetek a vztahují se ke stanovenému druhu kapitálu.

Volné peněžní toky do firmy FCFF (Free cash flow to the firm) představují veškeré peněžní toky, které podnik generuje z aktiv bez ohledu na to, jestli jsou určeny vlastníkům či věřitelům. Skládají se z peněžních toků pro vlastníky $FCFE$ a z peněžních toků pro věřitele $FCFD$ a jsou vztaženy k celkovému kapitálu. Můžeme je vyjádřit takto:

$$FCFF_t = FCFE_t + FCFD_t, \quad (2.27)$$

$$\text{nebo } FCFF_t = EAT_t + ODP_t - \Delta\check{C}PK_t - INV_t + \acute{U}_t \cdot (1 - sd). \quad (2.28)$$

Volné peněžní toky pro vlastníky FCFE (Free Cash Flow to the Equity) charakterizují volné peněžní toky z pohledu vlastníků, např. akcionářů. Jsou tvořeny z finančních toků z provozní, investiční a finanční činnosti a to:

$$FCFE_t = EAT_t + ODP_t - \Delta\check{C}PK_t + S_t - INV_t. \quad (2.29)$$

Kde EAT je čistý zisk, ODP jsou odpisy, $\Delta \check{C}PK$ představuje změnu čistého pracovního kapitálu, což je rozdíl oběžných aktiv a krátkodobých závazků, S je saldo čerpání dluhu (rozdíl mezi čerpáním úvěru v daném roce a jeho splátkami) a INV jsou investice realizované v daném roce.

Volné peněžní toky pro věřitele FCFD (Free Cash Flow) jsou toky z pohledu věřitelů, kdy příkladem věřitele může být banka, která poskytne společnosti úvěr. FCFD jsou určeny následovně:

$$FCFD = \acute{U} \cdot (1 - sd) - S, \quad (2.30)$$

kde \acute{U} jsou úroky, sd sazba daně z příjmu, S je saldo z pohledu banky, tedy rozdíl příjmů z inkasovaných splátek dluhu minus výdaje na poskytnuté úvěry.

Metody stanovení diskontní míry

Diskontní míra tvoří významný prvek modelů DCF. Její úloha spočívá v převedení budoucích výnosů na současnost, vyjádření očekávané výnosnosti investice v čase a zohlednění míry rizika spojené s investicí do nákupu akcií podniku. V diskontní míře se odráží nejen faktor času, ale i riziko spojené s konkrétní investicí.

Průměrné náklady kapitálu WACC

Průměrné náklady na kapitál pracují se dvěma položkami a to náklady na vlastní kapitál (r_e) a náklady na cizí kapitál (r_d). Celkový výsledek je závislý na struktuře kapitálu, tj.

v jakém poměru používá podnik k financování svých potřeb vlastní a cizí kapitál. Platí zde pravidlo, že nižších průměrných nákladů na kapitál dosahuje podnik při vyšší efektivnosti zhodnocovat poskytnutý vlastní a cizí kapitál.

$$WACC = r_d \cdot (1-t) \cdot \frac{D}{V} + r_e \cdot \frac{E}{V} \quad (2.31)$$

Kde r_d je úroková sazba za poskytnutý cizí kapitál, t je sazba daně z příjmu, D (Debt) jsou úročené cizí zdroje, V (Value) celková bilanční suma = $E+D$, r_e jsou náklady na vlastní kapitál, E je vlastní jmění.

Model CAPM (model oceňování kapitálových aktiv) představuje tržní přístup stanovení nákladů na vlastní kapitál a zejména na vyspělých kapitálových trzích je často využívaným způsobem stanovení diskontní sazby pro tržní ocenění. Je označován jako rovnovážný model ocenění kapitálových aktiv. Rovnováhu vyjadřuje skutečnost, že mezní sklon očekávaného výnosu a rizika je pro všechny investory stejný. Jedná se o jednofaktorový model. K odhadu β koeficientu se používají metody regresní analýzy. Model *CAPM – SML* beta verze vypočítáme podle vztahu:

$$E(R_E) = R_F + \beta_E [E(R_M) - R_F], \quad (2.32)$$

kde $E(R_E)$ představuje střední hodnotu očekávaného výnosu vlastního kapitálu, R_F je bezriziková sazba, β_E je koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos tržního portfolia a $E(R_M)$ je očekávaný výnos tržního portfolia.

Úroveň koeficientu beta je ovlivněna zadlužeností firmy. Beta zadlužené firmy β^L je možné stanovit v závislosti na beta nezadlužené firmy β^U a zadluženosti vlastního kapitálu D/E , jestliže sd je daňová sazba. Tento vztah je dle modelu MMII (Miller Modigliani Model) stanoven jako:

$$\beta^L = \beta^U \cdot \left[1 + (1-sd) \cdot \frac{D}{E} \right]. \quad (2.33)$$

Stavebnicový model využívaný Ministerstvem průmyslu a obchodu vychází z předpokladů modelu MM II., tedy uvažujeme zdanění zisku a bezriziková sazba dluhu a náklady finanční tísně jsou zanedbány. Postup je obdobný jako u modelu CAPM.

Náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy ($WACC^U$) vypočítáme pomocí stavebnicové metody následovně

$$WACC^U = R_F + R_{podnikatelské} + R_{finstab} + R_{LA}, \quad (2.34)$$

kde R_F je bezriziková úroková míra, $R_{podnikatelské}$ je riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko, $R_{finstab}$ je riziková přírážka za riziko vyplývající z finanční stability a R_{LA} je riziková přírážka za velikost podniku.

Vzhledem k faktorům, které ovlivňují propočet rizikových přírážek $WACC^U$ nejsou konstantní a budou se měnit se změnou produkční síly, likvidity, velikosti podniku a finanční stability.

Riziková přírážka za velikost podniku R_{LA}

Používá se k výpočtu úplatných zdrojů ÚZ, přičemž platí, že je-li $UZ > 3$ mld. Kč, pak $R_{LA} = 0 \%$, je-li $UZ < 100$ mil. Kč, pak $R_{LA} = 5 \%$ a pokud UZ náleží intervalu (100 mil. Kč; 3 mld. Kč) použije se výpočet dle vzorce 2.35:

$$R_{LA} = (3\text{mld.Kč} - UZ)^2 / 168,2. \quad (2.35)$$

Riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko $R_{podnikatelské}$

Tato přírážka závisí na ukazateli provozní rentability aktiv $EBIT/A$, který je porovnáván s ukazatelem $X1$ vyjadřujícím nahrazování úplatného cizího kapitálu kapitálem vlastním.

$$X1 = \frac{VK + BU + O}{A} \cdot \frac{\dot{U}}{BU + O}. \quad (2.36)$$

Riziková přírážka za produkční sílu podniku je vyjádřena dle následujících vztahů: Jestliže je $EBIT / A > X1$, tak $R_{podnikatelské} = 0 \%$, pokud $EBIT / A < 0$, pak $R_{podnikatelské} = 10 \%$. A v případě, že bude $EBIT / A \geq 0$ a zároveň $EBIT / A \leq X1$, tak

$$R_{podnikatelské} = \left(X1 - \frac{EBIT}{A} \right)^2 / (10 \cdot X1^2). \quad (2.37)$$

Riziková přírážka finanční stability $R_{finstab}$

Vychází z ukazatele celkové likvidity, přičemž je stanovena mezní hodnota likvidity (XL), která odráží průměr průmyslu. Jestliže je tento průměr $< 1,25$, pak horní hranice $XL = 1,25$, je-li však průměr průmyslu $> 1,25$, pak je $XL =$ průměr průmyslu.

Dále platí: je-li celková likvidita firmy $> XL$ je $R_{finstab} = 0 \%$, je-li celková likvidita < 1 , pak je $R_{finstab} = 10 \%$. Nebo je-li celková likvidita > 1 a zároveň $< XL$, pak se $R_{finstab}$ vypočítá dle vzorce:

$$R_{finstab} = (XL - \text{celková likvidita})^2 / 10 \cdot (XL - 1)^2. \quad (2.38)$$

Náklady celkového kapitálu u zadlužené firmy ($WACC$) se vypočítají jako:

$$WACC^L = WACC^U \cdot \left(1 - \frac{UZ}{A} \cdot sd\right), \quad (2.39)$$

kde $UZ = VK + BU + OBL$, jsou úplatné zdroje, které se získají jako součet položek vlastního kapitálu (VK), bankovních úvěrů (BU) a obligací (OBL), A jsou aktiva a sd je sazba daně.

Propočet nákladů vlastního kapitálu zadlužené firmy znázorňuje vzorec 2.40:

$$R_E = \frac{WACC^U \cdot \frac{UZ}{A} - (1 - sd) \cdot \frac{\dot{U}}{BU + OBL} \cdot \left(\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A}\right)}{\frac{VK}{A}}, \quad (2.40)$$

kde UZ jsou úplatné cizí zdroje, vypočítané jako součet bankovních úvěrů a obligací, A jsou aktiva, \dot{U} jsou úroky, BU jsou bankovní úvěry, OBL obligace, VK je vlastní kapitál a sd je sazba daně.

2.5.1.2 Metoda DCF equity

U této metody je oceňován pouze vlastní kapitál. Volné finanční toky se také vztahují pouze k vlastnímu kapitálu $FCFE$ a jsou diskontovány nákladem vlastního kapitálu R_E .

Hodnota firmy (V) je dána součtem fáze 1 a fáze 2.

$$V = V_1 + V_2. \quad (2.41)$$

V první fázi se vypočítá hodnota

$$V_1 = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1 + R_1)^t}, \quad (2.42)$$

kde FCF představují volné peněžní toky, R_t jsou náklady kapitálu první fáze. Ale vzhledem k tomu, že se R_E mohou v průběhu trvání první fáze měnit, lze je stanovit takto

$$V_1 = \frac{FCF_t}{(1 + R_t)} + \frac{FCF_{t+1}}{(1 + R_t) \cdot (1 + R_{t+1})} + \dots + \frac{FCF_{t+n}}{(1 + R_t) \cdot (1 + R_{t+1}) \cdot \dots \cdot (1 + R_{t+n})}, \quad (2.43)$$

kde FCF jsou volné peněžní toky a R_t náklady kapitálu v roce t .

V druhé fázi se pracuje s pokračující hodnotou (PH), kterou lze zjistit dle vzorce 2.44.

$$PH = \frac{FCF_{T+1}}{(1 + R_{T+1})}, \quad (2.44)$$

kde FCF_{T+1} jsou volné peněžní toky ve druhé fázi a R_{T+1} náklady kapitálu ve druhé fázi. Za předpokladu že peněžní toky konstantně porostou ročním tempem g lze obecně napsat,

$$PH = \frac{FCF_{T+1}}{R_{T+1} - g}.$$

Hodnota ve druhé fázi se vypočítá

$$V_2 = \frac{PH}{(1 + R_1)^T}, \quad (2.45)$$

kde V_2 je hodnota ve druhé fázi, PH je pokračující hodnota, R_1 jsou náklady kapitálu první fáze a T je doba trvání první fáze. K možným změnám nákladů kapitálu v průběhu první fáze je možné hodnotu druhé fáze stanovit jako

$$V_2 = \frac{PH}{(1 + R_1) \cdot (1 + R_{t+1}) \cdot \dots \cdot (1 + R_{t+n})}. \quad (2.46)$$

2.5.1.3 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Tato metoda představuje oceňovací postup, který byl vypracován a využívá se v německy mluvících zemích. Metoda kapitalizovaných čistých výnosů je metodou „netto“, tzn. že výnosová hodnota je počítána z výnosů pouze pro držitele vlastního kapitálu, výsledkem je tedy přímo hodnota vlastního kapitálu. Je založena na principu současné hodnoty budoucích zisků, přičemž zisky jsou odhadovány z historických dat a klíčovým údajem je tzv. trvale udržitelný zisk.

V závislosti na tom, jak jsou ty čisté výnosy chápány, se rozlišují dvě základní varianty metody kapitalizovaných čistých výnosů.

První varianta vychází z toho, že čistý výnos podniku má být odvozován na základě rozdílů mezi příjmy a výdaji (peněžních toků). Tuto variantu je tedy možné ztotožnit s metodou DCF equity.

Druhá varianta byla zpracována souborem auditorů. Základní odlišnost od první metody spočívá v tom, že čistý výnos je odvozován především z upravených výsledků hospodaření, tedy z rozdílů účetně chápaných výnosů a nákladů.

Vlastní postup výpočtu metod kapitalizovaných čistých výnosů je takový, že v prvním případě je nutná analýza a úprava dosavadních hospodářských výsledků. Následuje prognóza budoucích čistých výnosů a propočet finanční potřeby a případná korekce čistých výnosů.

Další krok postupu výpočtu spočívá v odhadu nákladů kapitálu a vlastní propočet výnosové hodnoty, který lze provést analytickou nebo paušální metodou.

Úpravy vykázaných a předpokládaných budoucích výsledků hospodaření podniku představují nezbytný krok pro zajištění srovnatelnosti úrovně údajů použitých pro ocenění. Z takto upravených výsledků je expertním odhadem stanoven tzv. trvalý zisk a kapitalizací je pak vypočtena jeho současná hodnota.

Analytická metoda

Jedná se o takový postup, kdy je výnosové ocenění postaveno na prognóze budoucích výsledků hospodaření. Je tedy obdobou metody DCF, ale očekávaný výnos je kalkulován nikoliv z peněžních toků, ale z upravených budoucích hodnot výsledků hospodaření.

Konkrétní postup se liší podle toho, zda se jedná o subjektivní nebo objektivizované ocenění. Při objektivizovaném ocenění se vychází z řady odnímatelných čistých výnosů, tedy výnosů, které jsou skutečné a co nejméně ovlivnitelné budoucí výsledky hospodaření, které mohou být rozděleny, aniž by byl ohrožen budoucí výnosový potenciál podniku.

Jestliže máme k dispozici sérii budoucích odnímatelných čistých výnosů a existuje předpoklad neomezeného trvání podniku, je možné využít dvoufázovou nebo třífázovou metodu.

Základní vzorec pro dvoufázovou metodu má tvar:

$$V_n = \sum_{t=1}^T \frac{\check{C}V_t}{(1 + R_t)^t} + \frac{\check{C}V_{T+1}}{R_t} \cdot \frac{1}{(1 + R_t)^T} \quad (2.47)$$

kde V_n je hodnota vlastního kapitálu, $\check{C}V_t$ představuje odhad odnímatelného čistého výnosu pro rok t prognózy, T délka trvání první fáze (délka období, pro které jsme schopni v jednotlivých letech odhadnout čistý výnos) a R_t jsou náklady kapitálu v roce t .

Náklady kapitálu jsou vypočteny totožným způsobem jako u metody DCF - equity a to na základě modelu CAPM-SML beta verze a dle stavebnicového modelu.

Paušální metoda

Paušální metoda se využívá v případech, kdy je jakákoliv prognóza obtížná. Týká se to podniků, jež mají určitou minulost, ale jejichž budoucnost je obtížně predikovatelná.

Základním rysem paušální metody ocenění je výnosový potenciál k datu ocenění a to, že budoucí růstové možnosti nejsou brány v úvahu. Dále pak, že dosavadní potenciál je možné udržet investicemi na úrovni odpisů. Jádrem ocenění pak spočívá v odhadu trvale odnímatelného čistého výnosu k rozdělení. V principu tato metoda odpovídá metodě přímé kapitalizace.

Postup výpočtu je obdobný jako u analytické metody, ale s určitými odlišnostmi. Minulé výsledky hospodaření jsou za jednotlivé roky analyzovány a upraveny jako u analytické metody.

Pro určení trvalého čistého výnosu k rozdělení musíme všechny upravené výsledky hospodaření za minulost přepočítat na cenovou hladinu k datu ocenění, protože tato metoda je založena na předpokladu stálých cen. Za tímto účelem jsou vypočteny bazické indexy, které jsou vztaženy k datu ocenění z běžných meziročních indexů. Výpočet trvalého čistého výnosu k rozdělení se stanoví z časové řady upravených minulých výsledků hospodaření a je dán vzorcem:

$$TCV = \frac{\sum_{t=1}^K q_t \check{V}_t}{\sum_{t=1}^K q_t}, \quad (2.48)$$

kde TCV je trvale odnímatelný čistý výnos, \check{V}_t představuje minulé upravené čisté výnosy, q_t jsou váhy, které určují význam čistého výnosu za určitý minulý rok pro odhad budoucího trvale odnímatelného čistého výnosu, a K počet let zahrnutých do výpočtu. Váhy v jednotlivých letech se přiřazují tak, že nejvyšší váhu mají nejnovější výsledky hospodaření a nejstarší výsledky hospodaření mají váhu nejnižší. Výnosová hodnota vlastního kapitálu podniku (V) se vypočítá prostřednictvím vzorce pro věčnou rentu,

$$V = \frac{TCV}{R_t - \text{inf lace}}, \quad (2.49)$$

kde TCV je trvale odnímatelný čistý výnos a R_t jsou náklady kapitálu v roce t . Náklady kapitálu se určí pomocí modelu *CAPM-SML* beta verze nebo podle stavebnicového modelu. Rozdíl spočívá v tom, že u paušální metody se počítá se stálými cenami, proto je potřeba tyto náklady očistit o inflaci.

2.5.1.4 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Základní princip ekonomické přidané hodnoty (Economic Value Added, *EVA*) spočívá v měření ekonomického zisku, kterého podnik dosahuje tehdy, jsou-li hrazeny nejen běžné náklady, ale i náklady kapitálu. Mělo by platit, že výnosnost investovaného kapitálu je větší než alternativní náklad na kapitál. Je-li vypočtená *EVA* kladná, pak podnik dosahuje zisku. Oceňovací metoda *EVA* je obdobná jako metoda *DCF* a lze počítat oceňování firmy ve variantách entity, equity a *APV*.

Pro výpočet se většinou používá dvoufázová metoda.

$$V = VK_0 + \sum_{t=1}^T \left(\frac{EVA_t}{(1 + R_E)^t} \right) + \frac{EVA_{T+1}}{R_E \cdot (1 + R_E)^T} - D_0 + A_0 \quad (2.50)$$

kde VK_0 představuje vlastní kapitál k datu ocenění, D_0 je hodnota úročených dluhů k datu ocenění, A_0 jsou ostatní neoperační aktiva k datu ocenění, EVA_t je EVA v roce t , T je počet let explicitně plánovaných EVA .

Výhodou ocenění pomocí metody EVA je to, že vypovídá o tom, jaká hodnota k datu ocenění již existuje a jaká část hodnoty vzniká v budoucnu.

2.5.2 Majetkové metody

Princip ocenění dle majetkových metod je poměrně jednoduchý a srozumitelný. Pojetí majetkových metod spočívá v ocenění stavových veličin, konkrétně v ocenění složek aktiv, závazků a dluhů. Do majetkových metod řadíme metodu účetní, substanční a likvidační hodnoty.

2.5.2.1 Účetní metoda

V případě použití účetní metody vycházíme z odpovědi na otázku, za kolik byl majetek skutečně pořízen, tedy z principu historických cen. Princip historických cen často vede k odchylce od ekonomické reality (zejména u dlouhodobého majetku). Ale jeho výhoda spočívá ve velké průkaznosti získaného ocenění. Základem je ocenění stavových veličin, konkrétně se jedná o ocenění oběžného a fixního majetku, dluhů v nominálních hodnotách a závazků. Netto hodnotou zde rozumíme vlastní kapitál, který je považován za účetní vlastní kapitál. V této metodě jsou nejdříve zvlášť oceňovány jednotlivé složky aktiv a sečtením jejich cen je získáno souhrnné ocenění aktiv. Hodnota vlastního kapitálu se získá následným odečtením dluhů a závazků – viz. vzoreček 2.51.

$$\text{hodnota } VK = \text{účetní hodnota aktiv} - \text{účetní hodnota závazků a dluhů.} \quad (2.51)$$

Nevýhodou této metody je to, že nevychází z tržního ocenění, a proto se může lišit od nominálních účetních hodnot. Na druhou stranu výhoda spočívá ve snadné dostupnosti údajů a v jednoduchosti výpočtu. Ale přes všechna pro a proti je účetní hodnota jednou z informací,

kterou je při hodnocení podniku třeba brát v úvahu. Ovšem k přímému ohodnocení akcií se používá jen výjimečně.

2.5.2.2 Substanční metoda

Substanční metoda má bohatou tradici. Je to jeden z prvních přístupů, které se používaly v minulosti pro stanovení tržní hodnoty podniku a v praxi mají své opodstatnění dodnes. Tato metoda poskytuje věrohodné a snadno kontrolovatelné výsledky. Informuje investora o aktuální finanční situaci a rizicích, které jsou spojené s provozováním daného podniku.

Podstata spočívá v tom, že reaguje na nedostatky, které se vyskytují u účetní metody, tedy především na princip účtování v historických, resp. reprodukčních cenách a pozitivní je také reálnější zobrazení hodnoty majetku podniku. Nedostatek této metody spočívá v tom, že nebere v úvahu vliv současné a budoucí výnosnosti na hodnotu podniku a opomíjí se hodnota goodwillu, specifických nehmotných aktiv spojených s fungováním podniku.

Výsledkem této metody je substanční hodnota netto S_n , kterou lze zjednodušeně vyjádřit takto¹⁸:

$$\begin{aligned} & \text{Souhrn majetkových hodnot v reprodukčních cenách} \\ + & \text{ } \underline{\text{Výnos z prodeje nepotřebného majetku}} \\ = & \text{ Substanční hodnota brutto } S_b \\ - & \text{ } \underline{\text{Hodnota závazků a dluhů v reálných cenách}} \\ = & \text{ Substanční hodnota netto } S_n \end{aligned}$$

2.5.2.3 Metoda likvidační hodnoty

Podstata této metody spočívá ve zjištění hodnoty majetku k určitému časovému okamžiku. Předpokládá se, že podnik ukončí svoji činnost a z tohoto pohledu budou jednotlivá aktiva (majetek) rozprodána a budou splaceny veškeré závazky podniku včetně odměny likvidátora. Likvidační hodnota může být pro vlastníky velmi zajímavou, pokud je větší, než hodnota podniku stanovená výnosovou metodou a je-li likvidační zůstatek kladný.

¹⁸ DLUHOŠOVÁ, Dana. Finanční řízení a rozhodování podniku. 2006

2.5.3 Komparativní metody

Tyto metody jsou založeny na odvození aktiv nebo kapitálu z dostupných dat srovnatelných podniků. Srovnání se provádí u podniků, které mají podíly veřejně obchodovány na finančních trzích. Hodnotu podniku lze obecně stanovit takto:

$$V = \text{multiplikátor}_{\text{srovnatelná firma}} \cdot \text{ukazatel}_{\text{oceňovaná firma}} \quad (2.52)$$

Výhoda této metody spočívá v její jednoduchosti výpočtu a rychlosti získání hodnoty. Využití v České republice je prozatím malé.

2.5.4 Kombinované metody

Hodnota kapitálu je stanovena jako vážený průměr hodnot určených pomocí výnosových, majetkových a komparativních metod. Nejčastěji se používá kombinace výnosového a substančního ocenění, které bere ohled jak na majetkovou tak i na výnosovou stránku podniku. Obecně lze výpočet hodnoty podniku vyjádřit takto:

$$V = \sum_i w_i \cdot V_i, \quad (2.53)$$

kde w_i jsou váhy přiřazené jednotlivým metodám a V_i hodnota propočtená dle i -té metody.

Aplikací kombinované metody je možné částečně odstranit některé nedostatky substanční metody, kde nejsou zachyceny skutečné hodnoty užívaného majetku..

3 APLIKAČNÍ ČÁST

V aplikační části bude nejprve představena společnost EMOS trading a.s., další kapitola bude zaměřena na finanční analýzu společnosti a také bude posouzena celková finanční situace firmy prostřednictvím souhrnných finančních modelů. V následující části bude sestaven dlouhodobý finanční plán rozvahy a výkazu zisku a ztráty pro období 2010 – 2015. A v poslední části budou aplikovány zvolené metody ocenění. Konkrétně metoda DCF – equity a metoda kapitalizovaných zisků (paušální a analytická verze).

3.1 Charakteristika a popis oceňované společnosti

EMOS je seskupení firem EMOS spol. s r.o., EMOS trading a.s. a dceřiných společností na Slovensku, Polsku a Slovinsku a zabývá se prodejem elektro. V České republice působí EMOS od roku 1991 a v současné době má přes 350 zaměstnanců.

Své produkty nabízí prostřednictvím vlastní sítě 20 maloobchodních prodejen po celé Moravě.

Obrázek 3.1 Členění firmy EMOS



Zdroj: www.emos.cz

Společnost EMOS trading a.s. podniká ve dvou hlavních oblastech. První oblastí je maloobchodní prodej elektro zboží realizovaný prostřednictvím sítě maloobchodních prodejen na území Moravy. Druhou oblastí je velkoobchodní činnost zaměřená na vestavné spotřebiče.

Počátky společnosti EMOS trading a.s. spadají do roku 1990, kdy vznikla první prodejna v Přerově zajišťující i servis elektrospotřebičů. Následovala druhá prodejna v Přerově a prodejny v další městech. V současné době čítá síť EMOS ELEKTRO 20 vlastních prodejen.

Poslední otevřenou prodejnou je EMOS ELEKTRO v Brně na Křenové ulici, která slavnostně zahájila provoz 1. června 2007. Prodejny nabízí široký sortiment domácích spotřebičů, bílé techniky a elektroniky osvědčených značek. Důraz je kladen na osobní přístup personálu prodejen k zákazníkovi.

Druhou nosnou činností společnosti EMOS trading a.s. je velkoobchodní činnost. Z původního široce zaměřeného velkoobchodu s elektrosortimentem se v průběhu let vyprofiloval velkoobchod specializovaný na vestavné spotřebiče. Zákazníky velkoobchodu jsou především kuchyňská studia a výrobci kuchyní, kteří oceňují individuální přístup obchodních zástupců a výhodné obchodní a dodací podmínky. Součástí velkoobchodní činnosti je prodej a propagace vestavných spotřebičů značky Monetti, jejímž výhradním dodavatelem je právě EMOS trading a.s.

3.1.1 Obecné údaje

Název společnosti:	EMOS trading a.s.
Sídlo:	Přerov, Přerov I – Město, Za Mlýnem 54, PSČ 750 02
Právní forma:	akciová společnost
IČO:	25 36 21 94
DIČ:	CZ25362194

Založení a charakteristika společnosti

EMOS trading a.s. (dále jen firma) byla založena zakladatelskou smlouvou jako akciová společnost dne 30.9.1996 a vznikla zapsáním do obchodního rejstříku vedeného u Krajského obchodního soudu v Ostravě dne 18.12.1996, oddíl B, vložka 1508.

Firma má základní kapitál ve výši 18 760 000,- Kč. Fyzické a právnické osoby, podílející se více než 20 % na základním kapitálu firmy a výše jejich podílu, jsou uvedeny v následující tabulce:

Akcionář	% podíl na základním jmění
Jiří Lupač	50
Josef Zdráhala	50
Celkem	100

Hlavním předmětem činnosti firmy je nákup a prodej elektro zboží, který generuje 94,63 % výnosů společnosti. Jiným předmětem se firma nezabývá.

Organizační struktura společnosti

Společnost se člení na oblast vedení a správy společnosti a tři obchodní úseky, do kterého spadají maloobchodní prodejny, velkoobchod a elektronický obchod.

Jménem společnosti je oprávněn jednat samostatně předseda nebo místopředseda představenstva. Podepisování za společnost se děje tak, že k natištěnému nebo nadepsanému jménu společnosti připojí svůj podpis předseda nebo místopředseda představenstva.

3.2 Finanční analýza

Tato část je zaměřena na finanční analýzu společnosti Emos Trading a.s., ve které je proveden výpočet absolutních a poměrových ukazatelů. Dále bude zhodnocena finanční pozice firmy pomocí vybraných souhrnných modelů.

Vstupní údaje, které jsou použity k výpočtům, jsou získány z účetních výkazů společnosti za období 2005 – 2009, které jsou součástí přílohy č. 1, č. 2 a č. 3.

Finanční analýza představuje soubor činností, jejichž cílem je zjistit a následně vyhodnotit finanční situaci firmy. Pro hodnocení finanční situace firmy se využívá celá řada poměrových ukazatelů.

3.2.1 Analýza účetních výkazů

V analýze účetních výkazů bude provedena horizontální analýza rozvahy a výkazu zisku a ztráty. Rozvaha je v příloze č. 1 a výkaz zisku a ztráty je v příloze č. 2 za období 2005 – 2009.

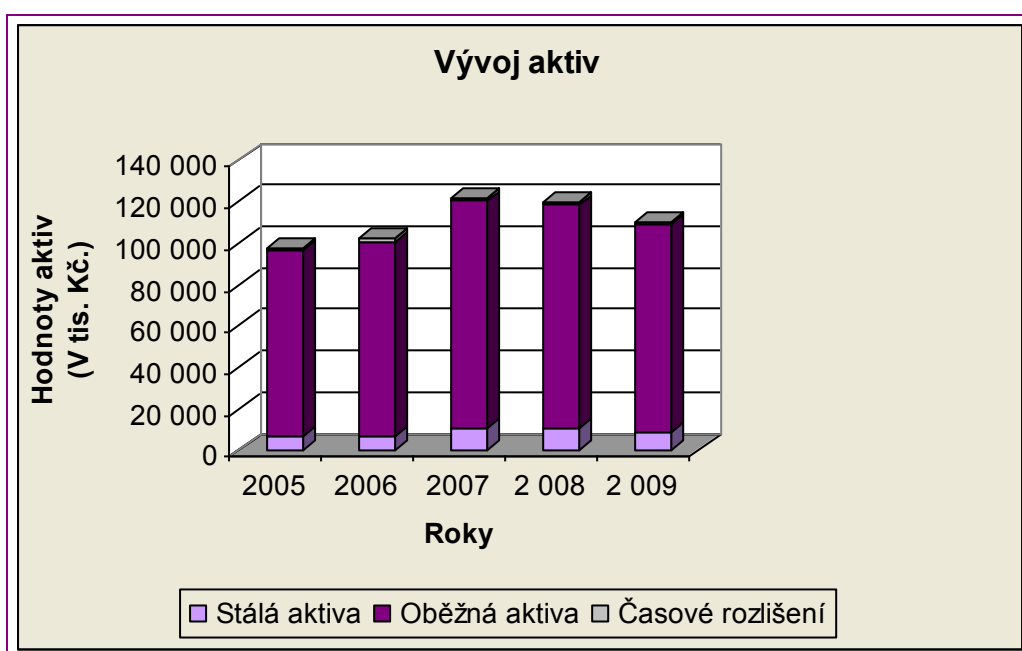
Horizontální analýza zjišťuje rozdíl položek mezi obdobími a také jejich procentní změnu. Oproti tomu lze pomocí vertikální analýzy vypočítat procentní podíl jedné položky na základně. Horizontální analýza je přehledně zpracována v příloze č. 4 pro rozvahu a č. 5 pro VZZ.

Horizontální analýza rozvahy

Cílem horizontální analýzy je změření intenzity změn jednotlivých položek a to absolutně i relativně.

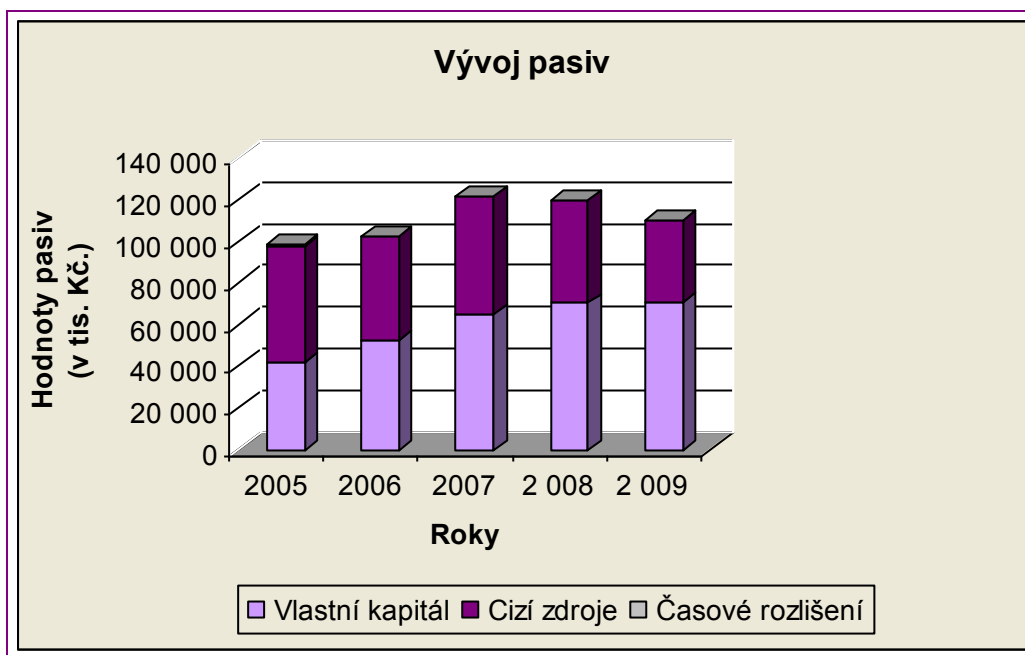
U celkových aktiv dochází k největšímu výkyvu v roce 2007, kdy se celková aktiva zvýšila oproti minulému roku o 19,1 %. V peněžních jednotkách to představuje zvýšení o 19 487 tis. Kč. Je to způsobeno změnami v oběžných aktivech, protože jak je patrné z grafu 3.1., celková aktiva jsou z převážné většiny tvořena oběžnými aktivy a stálá aktiva tu zabírají jen nepatrný podíl. Oběžná aktiva se z původních 93 606 tis. Kč. v roce 2007 zvýšila na částku 109 268 tis. Kč. Navýšení tedy činí 16,73 %, což v absolutním vyjádření představuje 15 662 tis. Kč. Toto navýšení je způsobeno výrazným zvýšením zásob, konkrétně se jedná o položku zboží, která se v roce 2007 zvýšila o 20,98 % oproti roku 2006.

Graf 3.1 Vývoj aktiv



Tempo růstu pasiv odpovídá tempu růstu aktiv. Z grafu 3.2. je patrné, že od roku 2005 do roku 2009 dochází k mírnému nárůstu vlastního kapitálu. Konkrétně v roce 2005 jeho hodnota byla 41 709 tis. Kč. a v roce 2009 je jeho hodnota 70 607 tis. Kč. Viditelnou změnu ve vývoji celkových pasiv můžeme pozorovat v letech 2007 – 2009, kdy dochází k postupnému poklesu celkových pasiv. Což je způsobeno výrazným snížením cizích zdrojů, zejména pak krátkodobých závazků. V roce 2008 se krátkodobé závazky snížily oproti roku 2007 o 18,27 %, v absolutním vyjádření tedy o 6 085 tis. Kč. a v roce 2009 se krátkodobé závazky snížily oproti předchozímu roku o 37,07 %, což činí v absolutní změně 10 091 tis. Kč.

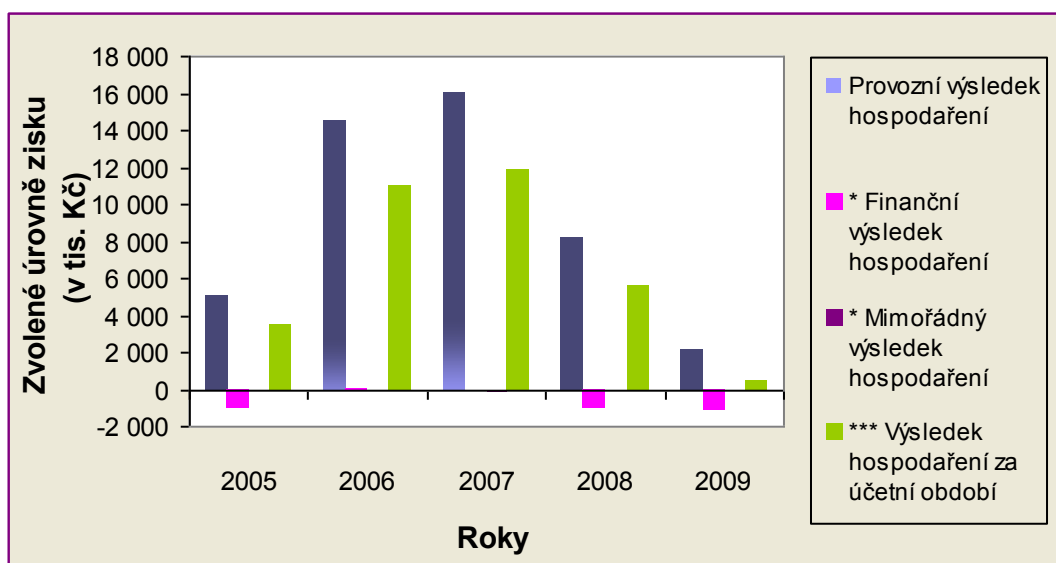
Graf 3.2 Vývoj pasiv



Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty

Z grafu 3.3 je patrné, že horizontální analýza výkazu zisku a ztráty je zaměřena zejména na vývoj jednotlivých úrovní zisku, které společnost vykazuje. Jak je z tohoto grafu patrné, tak nejvyšších hodnot dosahuje provozní výsledek hospodaření.

Graf 3.3 Vývoj výsledků hospodaření



Od roku 2005 do roku 2007 dochází k výraznému růstu a od roku 2007 do roku 2009 naopak dochází k prudkému poklesu. Nejvýraznější nárůst byl v roce 2006, kdy se provozní výsledek hospodaření zvýšil o 188,98 %, což v absolutním vyjádření činí 9 485 tis. Kč. Tento růst pokračuje do roku 2007. Nárůst byl způsoben zvýšením tržeb z prodeje zboží. Mezi další položky ovlivňující tento růst patří ostatní provozní výnosy, které se v roce 2006 oproti předchozímu roku zvýšily o 716,9 %, což je v absolutním vyjádření 5 728 tis. Kč.

Naopak nejvýraznější pokles byl v roce 2009, kdy se provozní výsledek hospodaření snížil o 73,75 %, což v absolutním vyjádření představuje 5 980 tis. Kč. Největší vliv na tomto poklesu představují tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu, jejichž pokles v roce 2009 byl v porovnání s předchozím rokem o 91,85 %, což je v absolutním vyjádření 1082 tis. Kč. Tento pokles je způsoben hlavně tím, že se od roku 2008 do společnosti začal nepříznivě projevovat dopad ekonomické krize, který vedl k poklesu tržeb. A také došlo k uzavření dvou maloobchodních prodejen.

Na finanční výsledek hospodaření mají vliv převážně vývoj úrokových výnosů a nákladů a ostatních finančních výnosů a nákladů. Výnosové úroky mají do roku 2007 rostoucí trend a od roku 2007 do roku 2009 klesající trend. Výnosové úroky převýšily nákladové úroky pouze v roce 2007. Ostatní finanční výnosy převýšily ostatní finanční náklady jen v roce 2006, kdy meziročně vzrostly o 67,35 %.

Mimořádný výsledek hospodaření nebyl vykázán ani v jednom roce, pohybuje se pouze v záporných hodnotách.

Výsledek hospodaření za účetní období po zdanění má velice podobný vývoj jako provozní výsledek hospodaření. Je snížen pouze o ztrátu z finanční činnosti a daň. Výrazná změna ve výsledku hospodaření za účetní období byla v roce 2006, kdy se tento výsledek oproti předchozímu roku 2005 zvýšil o 212,68 %. Mimořádný výsledek hospodaření na něj nemá příliš velký vliv.

3.2.2 Poměrové ukazatele

Analýza poměrovými ukazateli patří k nejčastěji používaným rozborovým postupům k účetním výkazům. Tato analýza vychází výhradně z údajů ze základních účetních výkazů, ke kterým má přístup i externí finanční analytik.

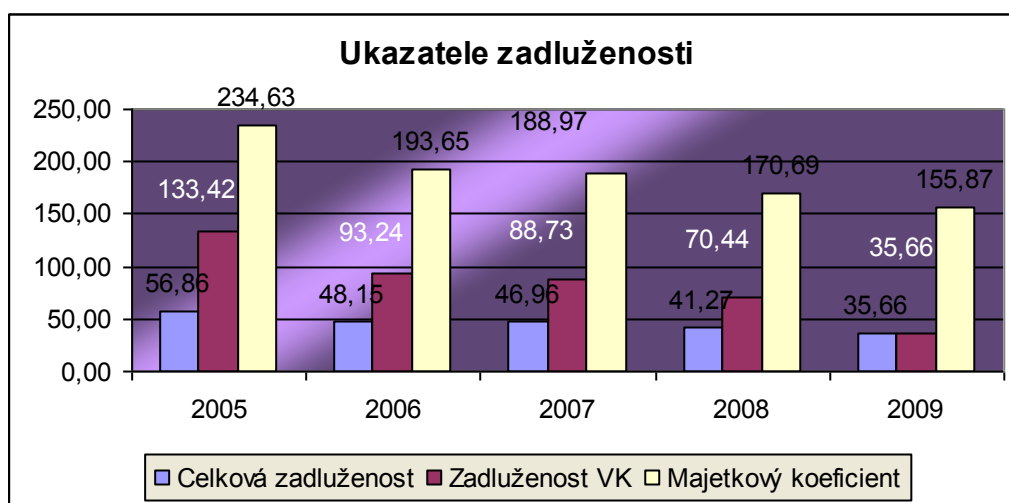
Ukazatele finanční stability a zadluženosti

Finanční stabilitu podniku charakterizuje struktura zdrojů financování a hodnotí se na základě analýzy vztahu podnikových aktiv a zdrojů jejich krytí. Zadluženost tedy znamená, že podnik používá k financování svých aktiv ve své činnosti cizí zdroje. Vysoká zadluženost nemusí být pro podnik negativní, protože v dobře fungující firmě může vysoká finanční páka pozitivně přispívat k rentabilitě vlastního kapitálu. Podstata této analýzy tedy spočívá v hledání optimálního vztahu mezi vlastním a cizím kapitálem.

Tabulka 3.1 Ukazatele finanční stability a zadluženosti

Ukazatel/Rok	Vzorec		2005	2006	2007	2008	2009
Podíl VK na A	2.1	%	42,62	51,64	52,92	58,59	64,15
Stupeň krytí SA	2.2	%	939,00	1 086,32	811,52	835,86	1055,88
Majetkový koeficient	2.3	%	234,63	193,65	188,97	170,69	155,87
Celková zadluženost	2.4	%	56,86	48,15	46,96	41,27	35,66
Zadluženost VK	2.5	%	133,42	93,24	88,73	70,44	35,66
Úrokové krytí	2.6	%	701,67	11 112,88	35 162,22	1196,59	256,66
Úrokové zatížení	2.7	%	14,25	0,90	0,28	8,36	38,96

Graf 3.4 Ukazatele zadluženosti



Ukazatel *podílu vlastního kapitálu na aktivech* udává, do jaké míry je podnik schopen krýt své prostředky z vlastních zdrojů. Tento ukazatel, jak je patrné z tabulky 3.1, se od roku 2005 do roku 2009 zvyšuje. To znamená, že většinu aktiv firma financuje z vlastních zdrojů. Můžeme tedy říci, že společnost Emos trading a.s. je dostatečně finančně samostatná.

Ukazatel *stupeň krytí stálých aktiv* je svázán s předchozím ukazatelem. Čím je jejich hodnota vyšší, tím lepší je finanční stabilita firmy. Tento ukazatel by měl splňovat důležité kritérium a to, že by měl být větší než 100 %. To jak vidíme z tabulky 3.1 je zde splněno. Hodnota tohoto ukazatele byla v roce 2006 dokonce 1086 %.

Ukazatel *majetkový koeficient* neboli *finanční páka* by měl být z dlouhodobého pohledu konstantní nebo ne příliš rychle klesající. Důležité je dosáhnout optimálního poměru vlastních a cizích zdrojů financování. Jeho hodnota byla v roce 2005 234,63 % a postupně klesá až v roce 2009 dosahuje 155,87 %.

Ukazatel *celkové zadluženosti* patří ke klíčovým ukazatelům zadluženosti. Celková zadluženost ovlivňuje i výnosnost podniku a s jejím růstem roste také riziko věřitelů a optimální je její pohyb v rozmezí 30 – 70 %. V roce 2005 byla jeho hodnota 56,86 % a v průběhu sledovaného období s postupně snižovala až v roce 2009 dosáhla 35,66 %. Můžeme tedy říci, že zjištěné hodnoty se do rozmezí pro optimální zadluženost vejdu.

Zadluženosti vlastních zdrojů, kterou je firma ochotna akceptovat, závisí jednak na fázi vývoje firmy a na tom, jak velké riziko jsou ochotni vlastníci podstoupit. U stabilních společností se tento ukazatel pohybuje v rozmezí 80 – 120 %. Firma se k doporučenému rozmezí dostala až v letech 2006 a 2007. V roce 2005 se tento ukazatel pohyboval nad 120 %, konkrétně to bylo 133,42 %. Bylo to způsobeno tím, že v roce 2005 dosahovaly cizí zdroje větší hodnoty, než v následujícím roce. Vliv na to mělo to, že v tom roce 2005 firma ještě využívala bankovní úvěry a výpomoci a od roku 2006 je již nevyužívala. V letech 2008 a 2009 se ukazatel zadluženosti vlastních zdrojů pohyboval naopak pod optimálním rozmezím.

Ukazatel *úrokového krytí* udává, kolikrát jsou úroky kryty výší výdělku. Pokud je jeho hodnota rovna 100 %, znamená to, že podnik vydělá jen na úroky a vytvořený zisk je pak nulový. Naopak hodnota menší jak 100 % znamená, že firma nevydělá ani na úroky. Tato oblast je bezproblémová, protože hodnoty se pohybují nad 100 %, v letech 2006, 2007 a 2008 dokonce až v tisících procent.

Obrácenou hodnotou ukazatele úrokového krytí je ukazatel *úrokového zatížení*. Ten udává, jakou část zisku odčerpají úroky. Je žádoucí, aby hodnota tohoto ukazatele byla co nejmenší. Tyto hodnoty byly nejnížší v roce 2006 a 2007. To znamená, že část zisku, kterou

odčerpají úroky je téměř na minimu, což je pro podnik příznivé. Ale v roce 2008 a 2009 tato hodnota začíná vzrůstat, v roce 2009 dokonce dosahuje 38,96 %. Což je dáno výrazným poklesem hodnoty vykazovaného zisku před úroky a daněmi.

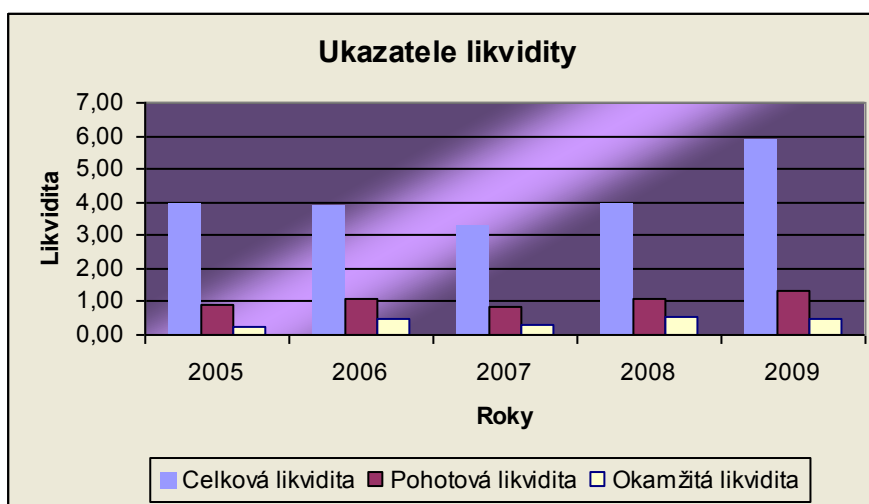
Ukazatele likvidity

Likvidita má význam z hlediska finanční rovnováhy firmy, protože jen dostatečně likvidní podnik je schopen plnit své závazky.

Tabulka 3.2 Ukazatele likvidity

Ukazatel/Rok	Vzorec	2005	2006	2007	2008	2009
Celková likvidita	2.8	3,90	3,85	3,28	3,94	5,84
Pohotová likvidita	2.9	0,91	1,11	0,84	1,10	1,35
Okamžitá likvidita	2.10	0,23	0,48	0,29	0,52	0,47

Graf 3.5 Ukazatele likvidity



Celková likvidita poměřuje objem oběžných aktiv s objemem závazků, které jsou splatné v blízké budoucnosti. Za optimální výši je považováno rozmezí od 1,5 do 2,5. Jak vidíme z tabulky 3.2 tak hodnota celkové likvidity se během analyzovaného období v tomto rozmezí ani jednou nepohybovala. Tyto hodnoty se pohybují od 3,28 do 5,84. Je to způsobeno tím, že firma Emos trading a.s. má v zásobách vázáno kolem 70 % finančních prostředků, oběžná aktiva tedy značně převyšují hodnoty krátkodobých závazků a hodnoty celkové likvidity pak dosahují vyšších hodnot.

Pohotová likvidita řeší problém zásob. Optimálně by se měla pohybovat v rozmezí od 1,0 do 1,5. Z tabulky 3.2 vidíme, že v tomto rozmezí se hodnoty pohybují jen v letech 2006, 2008 a 2009. Ve zbylých dvou letech jsou tyto hodnoty menší jak 1, což je způsobeno tím, že

zásoby tvoří kolem 70 % oběžná aktiva a po odečtení zásob od oběžných aktiv získáme hodnoty, které jsou nižší, než hodnoty krátkodobých závazků.

Okamžitá likvidita vyjadřuje, jak rychle je podnik schopný dostát svým závazkům. Doporučené rozmezí v České republice se uvádí hodnota 0,6, ale dle metodiky ministerstva průmyslu a obchodu jsou hodnoty ještě nižší, a to 0,2. Ale tato hodnota je již považována za kritickou. K této kritické hodnotě se okamžitá likvidita blížila v letech 2005 a 2007, kdy došlo k výraznému poklesu peněžních prostředků na účtech v bankách.

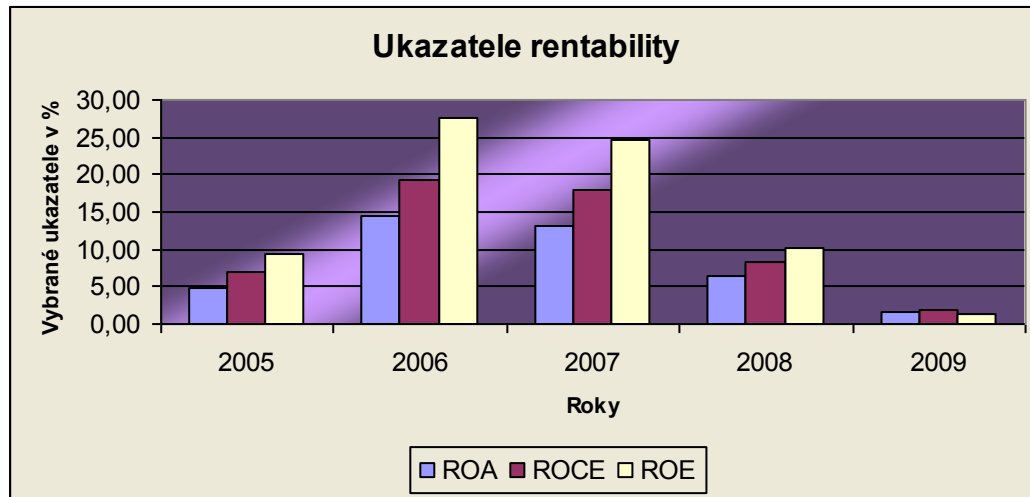
Ukazatele rentability

Rentabilita patří k nejdůležitějším charakteristikám podnikatelské činnosti. Měří schopnost firmy vytvářet nové zdroje a dosahovat zisku použitím investovaného kapitálu.

Tabulka 3.3 Ukazatele rentability

Ukazatel/Rok	Vzorec		2005	2006	2007	2008	2009
ROA	2.11	%	4,72	14,37	13,02	6,47	1,51
ROCE	2.12	%	7,02	19,18	17,97	8,40	1,79
ROE	2.13	%	9,49	27,59	24,53	10,12	1,43

Graf 3.6 Ukazatele rentability



Ukazatel *rentability aktiv* poměří zisk s celkovými aktivy a říká nám, jakým způsobem firma zhodnotila svá aktiva, do kterých vložila své finanční prostředky. Tento ukazatel nejprve v roce 2006 se výrazně zvyšuje a dosahuje hodnoty 14,37. A v roce 2009 naopak výrazně klesá až na hodnotu 1,51, což je způsobeno výrazným poklesem vykazovaného zisku před úroky a daněmi na 1 658 tis. Kč (pro srovnání v roce 2007 byla hodnota EBIT 15 823 tis. Kč.) Tento pokles je způsoben hlavně tím, že se od roku 2008 do

společnosti začal nepříznivě projevovat dopad ekonomické krize, který vedl k poklesu tržeb. A také došlo k uzavření dvou maloobchodních prodejen, což opět přispělo k poklesu tržeb.

Ukazatel *rentability dlouhodobých zdrojů* vyjadřuje efekt z dlouhodobých investic. Hodnotově je na tom lépe než ukazatel rentability aktiv. V roce 2006 dosahuje dokonce hodnoty 19,18 a to díky více jak trojnásobnému vzrůstu zisku. V roce 2009 došlo k výraznému poklesu na 1,79 a k rapidnímu poklesu vykazovaného zisku před úroky a daněmi, což je způsobeno negativním dopadem ekonomické krize, jak již bylo řečeno výše.

Ukazatel *rentability vlastního kapitálu* vyjadřuje celkovou výnosnost vlastních zdrojů a jejich zhodnocení v zisku. Z tabulky 3.3 vidíme, že hodnota tohoto ukazatele se v roce 2006 výrazně zvýšila, konkrétně na hodnotu 27,59 %, což je způsobeno větším vytvořeným ziskem společnosti. Ale od toho roku 2006 klesá až v roce 2009 dosahuje nejnižší hodnoty a to 1,43 %. Má na to opět vliv výrazný pokles vykazovaného zisku před úroky a daněmi.

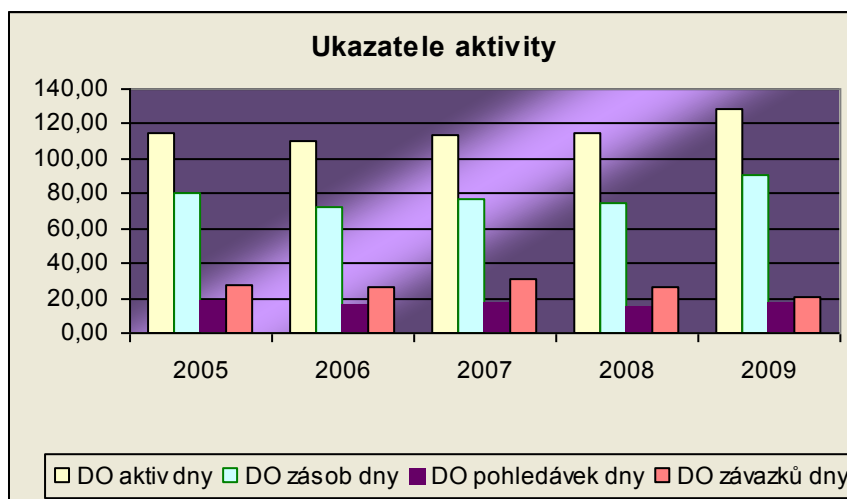
Ukazatele aktivity

Tyto ukazatele měří schopnost podniku využívat investované finanční prostředky. Měří také vázanost jednotlivých složek kapitálu v jednotlivých druzích aktiv a pasiv.

Tabulka 3.4 Ukazatele aktivity

Ukazatel/Rok	Vzorec		2005	2006	2007	2008	2009
Obrátka aktiv	2.14		3,13	3,27	3,15	3,14	2,77
DO aktiv	2.15	dny	114,99	110,13	114,18	114,60	129,92
DO zásob	2.16	dny	80,73	71,85	76,34	74,26	90,97
DO pohledávek	2.17	dny	18,54	16,58	17,32	15,28	17,65
DO závazků	2.18	dny	27,02	26,26	31,29	26,12	20,23

Graf 3.7 Ukazatele aktivity



Obrátka celkových aktiv měří intenzitu využití celkového majetku a s jeho růstem roste efektivita využívání majetku v podniku. Tento ukazatel má do roku 2006 rostoucí trend, což vyjadřuje zvyšující se efektivitu využívání majetku v podniku. Ale od roku 2006 do roku 2009 má obrátka celkových aktiv klesající trend, což je ovlivněno poklesem celkových aktiv i poklesem tržeb.

Jak dlouho bude trvat obrat celkových aktiv ve vztahu k tržbám vyjadřuje ukazatel *doba obratu aktiv*. Jako pozitivní výsledek se považuje co nejkratší doba. Doba obratu aktiv se pohybuje v prvních čtyřech letech okolo 114 dnů, ale v roce 2009 se doba obratu aktiv zvýšila na 130 dnů. To znamená, že za 130 dnů dostaneme hodnotu aktiv zpátky.

Doba obratu zásob vyjadřuje počet dnů, kolik stráví zásoby v podniku než dojde k jejich spotřebě. Cílem každé společnosti by měla být snaha udržovat stav zásob na optimální úrovni, protože jsou v něm vázány finanční zdroje. Žádoucí tedy je, aby byla hodnota tohoto ukazatele co nejkratší, protože zásoby vyvolávají vyšší náklady na skladování. Nejnižší doba obratu zásob byla v roce 2006 72 dnů a nejvyšší v roce 2009 91 dnů.

Doba obratu pohledávek vyjadřuje, za jak dlouho jsou v podniku průměrně inkasovány pohledávky. Snahou každé firmy je, aby doba splatnosti jejich faktur byla co nejnižší. Doba obratu pohledávek se za celé sledované období pohybuje zhruba kolem 17 dnů, což není špatné.

Doba obratu závazků nám vyjadřuje počet dnů, na které dodavatelé poskytl obchodní úvěr. Popisuje tedy platební disciplínu podniku vůči dodavatelům. Hodnota tohoto ukazatele byla nejvyšší v roce 2007 a to 32 dnů a od toho roku má doba obratu závazků klesající trend až v roce 2009 dosahuje pouze 21 dnů.

3.2.3 Souhrnné modely hodnocení finanční úrovně

Jedná se o specifické metody ve finančních analýzách, pomocí kterých lze vyjádřit úroveň finanční situace a výkonnosti podniku jedním číslem. Při tvorbě těchto modelů vycházíme z předpokladu, že v podniku již několik let před úpadkem dochází k určitým odchylkám ve vývoji, kterou jsou charakteristické právě pro ohrožené podniky.

Z bankrotních modelů jsou v práci použity Baeverův a Taflerův model a z ratingových modelů Kralickův Quicktest.

Bankrotní modely

Baeverův model je postaven na analýze některých poměrových ukazatelů, jež mají důležitou roli při zaznamenávání finančních problémů podniků. Z analýzy vyplývá, že poměrové ukazatele mají vypovídací sílu již pět let před úpadkem firmy.

Tabulka 3.5 Baeverův model

Ukazatel	Trend u ohrožených firem	2 005	2 006	2 007	2 008	2 009	Emos trading a.s.
VK/A	klesá	0,43	0,52	0,53	0,59	0,64	roste
PH/A	klesá	0,32	0,40	0,38	0,35	0,29	roste
BÚ/CZ	roste	0,16	0,00	0,00	0,00	0,00	klesá
CF/CZ	klesá	0,30	0,13	-0,04	0,09	-0,15	klesá
PK/A	klesá	0,92	0,92	0,90	0,90	0,91	klesá

Z hodnot vypočtených v tabulce vyplývá, že pravděpodobnost úpadku společnosti Emos trading a.s. je malá a bankrot jí tedy nehrozí.

Tafflerův model je založen na ukazatelích, jež odrážejí zásadní charakteristiky platební neschopnosti podniku.

Tabulka 3.6 Tafflerův model

	2005	2006	2007	2008	2009
0,53 . EBT/KD	0,07	0,32	0,25	0,14	0,03
0,13 . OA/CZ	0,21	0,25	0,25	0,28	0,33
0,18 . KD/CA	0,06	0,04	0,05	0,04	0,03
0,16 . (FM-KD)/PN	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	0,00
ZT	0,32	0,60	0,54	0,46	0,39
Zhodnocení	bankrot nehrozí	bankrot nehrozí	bankrot nehrozí	bankrot nehrozí	bankrot nehrozí

Z tabulky 3.5 je zřejmé, že firmě Emos trading a.s. hrozí malá pravděpodobnost bankrotu, protože hodnoty modelu jsou větší jak nula.

Ratingový model

Kralickův Quicktest

Tento model se skládá ze soustavy 4 rovnic, na základě kterých pak hodnotíme situaci v podniku. Hodnotí se zde jak finanční stabilita podniku, tak výnosová situace podniku a na základě těchto ukazatelů lze provádět celkové hodnocení finanční situace podniku.

Tabulka 3.7 Vypočítané hodnoty Kralickova Quicktestu

	2005	2006	2007	2008	2009
R1	0,43	0,52	0,53	0,59	0,64
R2	5,25	2,97	18,05	6,31	-6,49
R3	0,05	0,14	0,13	0,06	0,02
R4	1,27	1,60	0,32	0,77	-0,96

Tabulka 3.8 Bodování výsledků Kralickova Quicktestu

	2005	2006	2007	2008	2009
R1	4	4	4	4	4
R2	2	0	3	2	0
R3	1	3	3	1	1
R4	4	4	4	4	0

Tabulka 3.9 Hodnocení finan. stability, výnosové situace a celkové situace

	2005	2006	2007	2008	2009
Hodnocení finan. stability	3	2	3,5	3,45	-2,92
Hodnocení výnosové situace	2,5	3,5	3,5	2,50	-0,47
Hodnocení celkové situace	2,75	2,75	3,5	2,97	-1,70

Co se týká finanční stability, tak vidíme z tabulky 3.9 že se hodnoty v prvních dvou letech pohybují v pásmu šedé zóny, v letech 2007 a 2008 prezentují firmu, která je bonitní a v roce 2009 jsou hodnoty menší jak 1, což signalizuje potíže ve finančním hospodaření firmy. Je to způsobeno negativním dopadem ekonomické krize, který vedl k poklesu tržeb a zároveň došlo k uzavření dvou maloobchodních prodejen.

Výnosová situace byla nejlepší v letech 2006 a 2007, kdy jsou výsledné hodnoty větší jak 3 a představují tedy firmu, která je bonitní. Nejhorší výsledek byl opět v roce 2009, kdy je hodnota opět záporná. A při hodnocení celkové situace vyšla nejvyšší hodnota v roce 2007 a nejnižší opět v roce 2009. Ve zbývajících třech letech se pohybovala v pásmu šedé zóny.

3.3 Dlouhodobý finanční plán

Finanční plán patří k základním východiskům pro většinu oceňovacích metod, zejména pak pro oceňování výnosovými metodami. Základním podkladem pro sestavení

finančního plánu jsou finanční výkazy za období 2005 – 2009. Dlouhodobý plán je sestaven pro roky 2010 – 2014 ve stejné struktuře jako tyto výkazy.

3.3.1 Návrh dlouhodobého plánu VZZ

Plán výkazu zisku a ztráty vychází především z tržeb, proto tržby považujeme za výchozí položku pro sestavení finančního plánu. Nejprve se tedy naplánuje, jak se budou vyvíjet celkové tržby.

Celkové tržby tvoří tržby za prodej zboží, tržby za prodej vlastních výrobků a služeb, tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu a tržby z prodeje cenných papírů. Vzhledem k současné situaci na trhu a vývoji tržeb hlavně v posledních dvou letech analyzovaného období, kdy byl podnik výrazně zasažen ekonomickou krizí, management společnosti předpokládá v roce 2010 pokles *tržeb za prodej zboží* o 1 %, v roce 2011 nárůst tržeb o 0,2 %, v roce 2012 nárůst o 1 % a v letech 2013 a 2014 meziroční růst o 2 %.

U *tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb* se očekává stejný vývoj jako u tržeb za prodej zboží.

Tržby z prodeje cenných papírů jsou nulové, protože firma nevlastní žádné cenné papíry a ani do budoucna neplánuje jejich nákup. Podíl tržeb z prodeje zboží na celkových tržbách se pohyboval průměrně kolem 97 %, proto se předpokládá stejný podíl i v následujících letech.

Celkové náklady na tržby, které jsou tvořeny náklady na prodané zboží a výkonovou spotřebou, se v minulosti podílely na celkových tržbách průměrně 87 %. A v posledních třech letech se podíl celkových nákladů na tržby na celkových tržbách mírně zvyšoval. Z tohoto důvodu jsou stanoveny celkové náklady na tržby ve výši 89 % z celkových tržeb.

Přidaná hodnota je součtem obchodní marže a výkonů, snižená o výkonovou spotřebu. *Obchodní marže* je dána jako rozdíl mezi tržbami za prodej zboží a náklady na prodané zboží. Položka *výkony* zahrnuje tržby za prodej vlastních výrobků a služeb. Vývoj *výkonové spotřeby* je odvozen z jeho podílu na celkových výkonech. Ten se v předchozích letech pohyboval průměrně kolem 10 %. Proto je tento podíl stanoven i v letech 2010 a 2011 také 10 %. Od roku 2012 se očekává mírný nárůst ve výši 11 % a v následujících dvou letech 12 %.

Osobní náklady se v minulosti podílely průměrně 8 % na celkových tržbách. A vzhledem k mírně rostoucímu trendu v posledních několika letech je tento podíl stanoven na 9 % pro celé plánované období.

Odpisy dlouhodobého majetku společnosti Emos trading a.s. tvořily v prvních třech letech 11 % hodnoty dlouhodobého majetku. V následujících dvou letech se tato hodnota zvýšila na 26 %, proto byla pro následujících 5 let stanovena na stejnou hodnotu, tedy odpisy budou ve výši 26 % hodnoty dlouhodobého majetku.

U *ostatních provozních výnosů* se předpokládá stejné tempo vývoje jako u tržeb za prodej výrobků a služeb.

Ostatní provozní náklady se budou vyvíjet ve výši 1,7 % na celkových tržbách.

Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti je rozdílem mezi tvorbou a zúčtováním rezerv v daném roce. Jedná se o využívání rezerv na podnikatelská rizika a zaměstnanecké odměny. U této položky společnost plánuje nárůst o 100 tis. Kč. ročně.

U položky *daně a poplatky* je stanoven meziroční růst o 10 tis. Kč.

Provozní výsledek hospodaření je dán součtem celkových tržeb a ostatních provozních výnosů. A od nich jsou pak odečteny celkové náklady na tržby, osobní náklady, odpisy, ostatní provozní náklady, změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a daně.

Položky *výnosové úroky* a *nákladové úroky* jsou naplánovány na stejné úrovni jako v roce 2009.

Ostatní finanční výnosy jsou opět stanoveny na stejné úrovni jako v roce 2009 a u položky *ostatní finanční náklady* se očekává 2% meziroční pokles.

Finanční výsledek hospodaření je dán jako součet výnosových úroků a ostatních finančních výnosů a odečteny jsou nákladové úroky a ostatní finanční náklady. Finanční výsledek hospodaření je ve všech letech plánovaného období záporný.

Mimořádné položky nelze naplánovat, proto jsou po celou dobu plánovaného období nulové. A *mimořádný výsledek hospodaření* je také nulový.

Výsledek hospodaření před zdaněním je dán součtem provozního výsledku hospodaření, finančního výsledku hospodaření a mimořádného výsledku hospodaření. Tento výsledek hospodaření je zdaňován podle zákona o dani z příjmu právnických osob. V roce 2009 činí sazba daně 20 % a pro období 2010 – 2014 je sazba daně 19 %.

Plánovaný výkaz zisku a ztrát je znázorněn v následující tabulce 3.10

Tabulka 3.10 Plánovaný výkaz zisku a zrát (v tis. Kč.)

VZZ	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Celkové tržby	307 055	304 933	305 543	308 599	314 771	321 066
Celkové náklady na tržby	274 857	271 391	271 933	274 653	280 146	285 749
Přidaná hodnota	32 103	35 703	35 884	33 250	30 861	31 479
Osobní náklady	28 137	27 444	27 499	27 774	28 329	28 896
Odpisy	2310	2283	2283	2283	2283	2283
Ostatní provozní výnosy	6 474	6112	6124	6186	6309	6436
Ostatní provozní náklady	5267	5184	5194	5246	5351	5458
Změna stavu rezerv a opr. položek v prov.oblasti	549	649	749	849	949	1049
Daně	262	272	282	292	302	322
Provozní výsledek hospodaření EBIT	2 147	3 822	3 727	3 688	3 720	3 745
Výnosové úroky	29	29	29	29	29	29
Nákladové úroky	646	646	646	646	646	646
Ostatní finanční výnosy	1129	1129	1129	1129	1129	1129
Ostatní finanční náklady	1 647	1 614	1 582	1 550	1 519	1 489
Finanční výsledek hospodaření	-1 135	-1 102	-1 070	-1 038	-1 007	-977
Mimořádný výsledek hospodaření	0	0	0	0	0	0
Výsledek hospodaření před zdaněním EBT	1 012	2 720	2 657	2 650	2 713	2 768
Daň z příjmu za běžnou činnost	397	517	505	503	515	526
Výsledek hospodaření za účetní období EAT	614	2 203	2 152	2 146	2 197	2 242

3.3.2 Návrh dlouhodobého plánu rozvahy

Plánovaná rozvaha je uvedena ve zkrácené podobě v tabulce 3.12. Rozvaha patří mezi základní účetní výkazy, které zachycují celkový přehled o stavu majetku a zdrojů jeho krytí vždy k určitému datu. Vždy musí být splněna základní bilanční rovnice, tedy rovnost aktiv a pasiv.

Předpokládá se, že *dlouhodobý majetek* se bude vyvíjet následujícím způsobem.

Tabulka 3.11 Plánovaný vývoj dlouhodobého majetku

	2010	2011	2012	2013	2014
DM	-1%	0,20%	1%	2%	2%

V roce 2010 byl z důvodu uzavření prodejny předčasně vyřazen nepotřebný hmotný majetek. V letech 2011 až 2014 se počítá s obnovou vybavení prodejen.

Oběžný majetek je tvořen přibližně ze 70 % zásobami. Proto vývoj oběžného majetku předpokládám na následující období 2010 – 2014 stejný, jako vývoj tržeb za prodej zboží.

Časové rozlišení aktiv se podílelo v minulosti na celkových aktivech průměrně 1,1%. Pro následující období je plánováno stejnou hodnotou. Přechodné účty aktiv jsou tvořeny náklady příštích období a příjmy příštích období.

U *základního kapitálu* nedošlo v předchozích letech k žádnému navýšení a management společnosti ani v budoucnu o navyšování základního kapitálu neuvažuje. Jeho hodnota tedy zůstává konstantní po celé plánovací období.

U položky *rezervní fond, nedělitelný fond a ostatní fond ze zisku* je očekáván meziroční nárůst o 5 % oproti předchozímu roku.

Časové rozlišení pasiv je tvořeno převážně výdaji příštích období. Tyto výdaje byly odvozeny na základě podílu na celkových pasivech a tento podíl je průměrně 0,2 %.

Cizí zdroje firmy Emos trading a.s. jsou tvořeny pouze *krátkodobými a dlouhodobými závazky* a u nich se žádná výrazná změna nepředpokládá, proto jsou plánovány na stejné úrovni jako v roce 2009. *Rezervy* byly během celého minulého období nulové, proto i pro nadcházející období se počítá s nulovými rezervami. To samé se týká i *bankovních úvěrů*, které jsou také nulové. Společnost se snaží vycházet z vlastních zdrojů, proto k financování své činnosti využívá výhradně vlastní kapitál.

Tabulka 3.12 Plánovaná rozvaha (v tis. Kč.)

Rozvaha	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Aktiva celkem	110 058	108 957	109 332	110 425	112 634	114 886
Dlouhodobý majetek	8 781	8 693	8 867	8 956	9 135	9 318
Oběžný majetek	100 114	99 113	99 311	100 304	102 310	104 356
Časové rozlišení	1 163	1 151	1 154	1 165	1 189	1 212
Pasiva celkem	110 058	108 957	109 332	110 425	112 634	114 886
Vlastní kapitál	70 814	69 713	70 088	71 181	73 390	75 642
Základní kapitál	18 760	18 760	18 760	18 760	18 760	18 760
VH min let	47 123	44 391	44 706	45 696	47 742	49 834
Výsledek hospodaření běžného účetního období	614	2 203	2 152	2 146	2 197	2 242
Dlouhodobé směnky k úhradě	4 110	4 141	4 251	4 358	4 466	4 576
časové rozlišení	207	218	219	221	225	230
Cizí zdroje	39 244	39 244	39 244	39 244	39 244	39 244
Rezervy	0	0	0	0	0	0
Douhodobé závazky	22 110	22 110	22 110	22 110	22 110	22 110
Krátkodobé závazky	17 134	17 134	17 134	17 134	17 134	17 134
Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0	0	0	0

3.4 Ocenění

Nyní máme představu o současné i minulé finanční situaci společnosti Emos trading a.s. a můžeme přejít k samotnému finančnímu ocenění. Pro ocenění je použita metoda DCF equity a metoda kapitalizovaných zisků (paušální a analytická verze). K výpočtům ocenění dle jednotlivých metod jsou použity náklady kapitálu, které jsou stanoveny dle stavebnicového modelu, který je využíván Ministerstvem průmyslu a obchodu.

3.4.1 Ocenění metodou DCF – equity

K tomu, aby byly zjištěny hodnoty vlastního kapitálu technikou DCF-equity, byla použita dvoufázová metoda. Délka první fáze je stanovena na 4 roky (2010-2013) a od roku 2013 se uvažuje s druhou fází, která trvá do nekonečna.

Metoda DCF-equity je založena na stanovení hodnoty vlastního kapitálu jako současné hodnoty budoucích peněžních toků. Aby mohlo být ocenění touto metodou provedeno, musí se vypočítat finanční toky pro vlastníky FCFE.

3.4.1.1 Stanovení finančních toků FCFE

Jednotlivé položky pro sestavení FCFE (Free Cash Flow to the Equity) byly získány z dlouhodobého finančního plánu. Volné peněžní toky pro vlastníky byly vypočteny podle vzorce (2.29). Vstupní data a výsledné hodnoty FCFE pro období 2010 – 2014 obsahuje následující tabulka 3.12.

Tabulka 3.13 FCFE (v tis. Kč)

Položka	2010	2011	2012	2013	2014
EAT	2 203	2 152	2 146	2 197	2 242
Odpisy	2283	2283	2283	2283	2283
Změna ČPK	-1001	198	993	2006	2046
Změna stavu úvěrů	0	0	0	0	0
Investice	-88	174	89	179	183
FCFE	5 575	4 063	3 348	2 295	2 296

3.4.1.2 Stanovení nákladů na kapitál

U výnosových metod je stanovení hodnoty firmy založeno na současné hodnotě budoucích peněžních toků. U metody DCF - equity se volné peněžní toky vztahují jen

k vlastnímu kapitálu a je nutné je diskontovat náklady na vlastní kapitál. Společnost Emos trading a.s. není zadlužená, takže stanovujeme náklady kapitálu nezadlužené společnosti.

Odhad nákladů vlastního kapitálu stavebnicovým modelem

Stavebnicové modely se využívají v ekonomikách s nedokonalým kapitálovým trhem a krátkou dobou fungování tržní ekonomiky. V diplomové práci je použit stavebnicový model, který využívá Ministerstvo průmyslu a obchodu. Pro zjištění nákladů na vlastní kapitál se nejdříve vypočítají průměrné náklady na celkový kapitál.

Bezriziková úroková míra R_F představuje výnosy z bezrizikových cenných papírů, např. státních pokladničních poukázek. V praxi se jedná spíše o bezrizikovou úrokovou míru dlouhodobých státních dluhopisů. Pro zjištění bezrizikového výnosu zde byl použit průměrný výnos do splatnosti 10R státních dluhopisů.

Tabulka 3.14 Bezriziková úroková míra

Bezriziková úroková míra	2009	2010	2011	2012	2013	2014
R_F^{19}	3,60%	3,80%	3,90%	4,20%	4,40%	4,40%

Riziková přírážka za velikost podniku R_{LA} se používá k výpočtu úplatných zdrojů. Úplatné zdroje (UZ) se vypočítají jako součet bankovních úvěrů a vlastního kapitálu. Po celé sledované období je výše úplatných zdrojů menší než 100 mil, proto se hodnota rizikové přírážky za velikost podniku rovná po celou dobu 5 %.

Tabulka 3.15 Riziková přírážka za velikost podniku

RP za velikost podniku	2009	2010	2011	2012	2013	2014
UZ = VK + BU + OBL	70 814	69 713	70 088	71 181	73 390	75 642
R_{LA}	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%

Riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko $R_{podnikatelské}$ závisí na ukazateli EBIT/A, který je porovnáván s ukazatelem X1 (nahrazování úplatného cizího kapitálu vlastním kapitálem. Tento ukazatel je vypočítán podle vzorce (2.36). Jelikož je hodnota

¹⁹ Ministerstvo financí ČR: Průzkum makroekonomických prognóz [online] dostupný z WWW: <http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/e_pruzkumy_makro_prognoz_58807.html>

EBIT/A ve všech letech větší jak hodnota ukazatele X1, pak se ve všech letech riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko rovná 0,00%

Tabulka 3.16 Riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko

RP za obchodní podnik. riziko	2009	2010	2011	2012	2013	2014
EBIT/A	1,95%	3,51%	3,41%	3,34%	3,30%	3,26%
UZ/A	0,6434	0,6398	0,6411	0,6446	0,6516	0,6584
U/(BU + OBL)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
X1	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
R _{podnikatelské}	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Riziková přírážka finanční stability $R_{finstab}$ vychází z ukazatele celkové likvidity OA/krátkodobé závazky, zároveň je určena mezní hodnota likvidity XL. Průměrná hodnota celkové likvidity v oblasti velkoobchodu a maloobchodu je 1,61. Jelikož je tato hodnota větší než 1,25, pak XL se rovná hodnotě průměru průmyslu. Ve všech letech je celková likvidita firmy větší jak celková likvidita průmyslu. Z toho důvodu se riziková přírážka finanční stability rovná 0,00 %.

Tabulka 3.17 Riziková přírážka finanční stability

RP z finanční stability	2009	2010	2011	2012	2013	2014
OA/KZ	5,8430	5,7846	5,7961	5,8541	5,9712	6,0906
XL ²⁰	1,61	1,61	1,61	1,61	1,61	1,61
R _{finstab}	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Na základě těchto výpočtů stanovíme náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy (podle vzorečku 2.34), viz. následující tabulka 3.18.

Tabulka 3.18 WACC nezadlužené firmy

WACC nezadlužené firmy	2009	2010	2011	2012	2013	2014
R _F	3,60%	3,80%	3,90%	4,20%	4,40%	4,40%
R _{LA}	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
R _{podnikatelské}	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
R _{finstab}	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
WACC_U = R_E	8,60%	8,80%	8,90%	9,20%	9,40%	9,40%

²⁰ Ministerstvo průmyslu a obchodu: Finanční analýza podnikové sféry za rok 2009 [online] dostupný z WWW: <<http://www.mpo.cz/dokument76325.html>>

3.4.1.3 Ocenění vlastního kapitálu společnosti

Samotné ocenění vlastního kapitálu společnosti je realizováno dvoufázovou metodou, přičemž jsou využity následující vzorce (2.43), (2.44), (2.46) a výsledná hodnota je vypočtena jako součet současných hodnot budoucích toků podniku v obou fázích (2.41).

Tabulka 3.19 Ocenění metodou DCF – equity s náklady vlastního kapitálu dle INFA (v tis. Kč.)

Položka	1.fáze				2.fáze
	2010	2011	2012	2013	2014
FCFE celkem	5 575	4 063	3 348	2 295	2 296
R_E	8,80%	8,90%	9,20%	9,40%	9,40%
Diskontovaný CF	5124,17	3429,40	2587,35	1621,54	
Hodnota 1.fáze	12 762,46				
Pokračující hodnota	24 429,51				
Hodnota 2.fáze	17 259,10				
Hodnota celkem	30 021,55				

Volné peněžní toky pro vlastníky jsou diskontovány náklady kapitálu, které byly stanoveny stavebnicovou metodou. Hodnota vlastního kapitálu v první fázi je tedy součtem diskontovaných FCFE a její hodnota je 12 762,46 tis. Kč. Zjištěná hodnota vlastního kapitálu za druhou fázi, která trvá do nekonečna je 17 259,10 tis Kč. Hodnota společnosti Emos trading a.s. na bázi dvoufázové výnosové metody činí 30 021,55 tis. Kč.

3.4.2 Ocenění vlastního kapitálu společnosti metodou kapitalizovaných zisků

Pro výnosovou metodu kapitalizovaných čistých výnosů existují dvě základní varianty a to paušální a analytická. Pro ocenění vlastního kapitálu společnosti Emos trading a.s. byly použity obě tyto metody.

3.4.2.1 Paušální metoda

Paušální metoda je založena na historických účetních datech a při výpočtu jsou tedy využity účetní výkazy z období 2005 – 2009.

Výpočet hodnoty vlastního kapitálu podniku za využití této metody je zobrazen v tabulce 3.20.

Tabulka 3.20 Výpočet upraveného výsledku hospodaření (v tis. Kč)

Paušální metoda	2005	2006	2007	2008	2009
EBT	3 525	11 022	11 789	5 599	614
(+) Odpisy	802	708	1 346	2 280	2 310
(-) Finanční výnosy	1 075	1 795	1 980	1 592	1 158
(-) Tržby z prodeje DM	392	34	497	1 178	96
(+) ZC prodaného DM	0	51	355	13	0
(+) Mimořádné. Os.N.	0	0	0	0	0
(-) Mimořádné výnosy	7	47	0	0	1
(+) Mimořádné náklady	19	62	192	6	2
Upravený VH UVH před odpisy	2 872	9 967	11 205	5 128	1 671
Inflace	1,90%	2,50%	2,80%	6,30%	1%
Cenový index řetězový	1,019	1,025	1,028	1,063	1,01
Cenový index bazický vztažený k roku 2009	0,8840	0,9061	0,9314	0,9901	1
UVH upravený o inflaci (UVH/bazický cenový index)	3249,0474	11000,49	12030,02	5179,28	1671
Váhy	1	2	3	4	5
UVH upravený o inflaci - váhy	3249,0474	22000,99	36090,07	20717,12	8355

Tato metoda je založena na úpravě výsledku hospodaření před zdaněním EBT. Nejprve jsou vyloučeny odpisy, jež byly vykázány v minulých výkazech, a to z důvodu získání výsledku před odpisy. Následně jsou vyloučeny finanční výnosy a jednorázové vlivy jako tržby z prodeje majetku, protože se podnik nezabývá prodejem dlouhodobého majetku, jeho zůstatková cena a také mimořádné výnosy a náklady.

Výsledek hospodaření UVH před odpisy byl získán rozdílem těchto položek. Dále cenovým indexem přepočteme tento výsledek na ceny k datu ocenění.

Výsledků hospodaření, které byly upraveny o inflaci, byly přiřazeny váhy od nejmenší po největší, tzn. že na první rok připadá váha nejnižší a na poslední rok váha nejvyšší.

Hodnota trvale odnímatelného čistého výnosu je ponížena o hodnotu odpisů a následně zdaněna. Pro zdanění je použita aktuální daňová sazba 19 %. A jako výsledek je získán trvale odnímatelný čistý výnos po dani.

Tabulka 3.21 Výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu (v tis. Kč)

Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy	6027,482
Odpisy	2 310
Trvale odnímatelný čistý výnos před daní	3 717
Daňový základ (s odpisy z posledního roku)	1 407
Daň (19 %)	267,4216
Trvale odnímatelný čistý výnos po dani	3 450

Trvale odnímatelný čistý výnos je diskontován R_E (náklady vlastního kapitálu) roku 2009 snížených o odhad dlouhodobé inflace. V případě použití paušální metody pro zjištění

hodnoty vlastního kapitálu se provozní hodnota vlastního kapitálu rovná vypočtené hodnotě vlastního kapitálu, tj. 44 805,98 tis Kč. (viz. tabulka 3.22)

Tabulka 3.22 Výpočet hodnoty vlastního kapitálu (v tis. Kč)

R_E	8,60%
Odhad dlouhodobé inflace (2010)	0,90%
Kalkulovaná úroková míra	7,70%
Provozní hodnota VK	44 806
Ocenění neprovozních A	0
Hodnota VK	44 805,98

3.4.2.2 Analytická metoda

Základní postup pro výpočet analytickou metodou je podobný jako u metody DCF a hlavním rozdílem oproti metodě paušální je to, že se nevychází z historických výsledků hospodaření, ale z dlouhodobého finančního plánu.

Následující postup výpočtu touto metodou je znázorněn v tabulce 3.23. Výchozími daty je plánovaný čistý zisk, který je možné použít jako upravený výsledek hospodaření. To je vzhledem k neplánovaným mimořádným výnosům a nákladům. Pro výpočet hodnoty vlastního kapitálu je použita metoda DCF - equity, přičemž je aplikována dvoufázová metoda. (viz. vzoreček 2.47).

První fáze zahrnuje období 2010 – 2013 a druhá fáze je započata rokem 2014, přičemž se předpokládá trvání firmy do nekonečna. Pro výpočet diskontovaného výsledku hospodaření jsou využity náklady vlastního kapitálu stanovené stavebnicovým modelem.

Tabulka 3.23 Ocenění analytickou metodou (v tis.Kč)

INFA	1.fáze				2.fáze
	2010	2011	2012	2013	2014
Predikovaný VH	614	2 203	2 152	2 146	2 197
R_E	8,80%	8,90%	9,20%	9,40%	9,40%
Diskontní faktor	0,9191	0,8440	0,7729	0,7065	
Diskontovaný VH	564,34	1 859,46	1 663,54	1 516,39	
Hodnota 1. fáze	5 603,73				
Pokračující hodnota	23 376,77				
Hodnota 2. fáze	16 515,35				
Hodnota VK	22 119,08				

Hodnota vlastního kapitálu vypočtená analytickou metodou je k 1.1.2010 rovna 22 119,08 tis. Kč.

4 NÁVRHY A DOPORUČENÍ

Oceněním společnosti Emos trading a.s. byla zjištěna hodnota vlastního kapitálu firmy metodou DCF-equity a metodou kapitalizovaných zisků ve variantě paušální a analytické. Jednotlivé výsledky ocenění vlastního kapitálu společnosti jsou zachyceny v tabulce 4.1.

Tabulka 4.1 Ocenění vlastního kapitálu (v tis. Kč)

Metoda	Hodnota vlastního kapitálu dle INFA
DCF-equity	30 021,55
Metoda kapitalizovaných zisků - paušální	44 805,98
Metoda kapitalizovaných zisků - analytická	22 119,08
Hodnota VK k 1.1.2010	70 607,00

Hodnota vlastního kapitálu společnosti Emos trading a.s. byla odhadnuta metodou DCF-equity, která vychází z predikovaných finančních toků. Budoucí volné finanční toky jsou diskontovány náklady kapitálu, které jsme získali stavebnicovým modelem. Tento model vychází při stanovení diskontní míry z podnikových účetních dat. Náklady kapitálu společnosti byly vyčísleny dle této metody na částku 30 021,55 tis. Kč. Důvodem výběru metody DCF-equity bylo to, že pracuje s peněžními toky, jež vyjadřují reálnou hodnotu užitek plynoucích vlastníkům.

Metoda kapitalizovaných zisků patří k méně přesným metodám, protože je založena na účetních datech. Konkrétně u paušální metody kapitalizovaných zisků jsou využita historická účetní data a základem je trvale odnímatelný čistý výnos. U analytické metody kapitalizovaných zisků byl použit predikovaný výsledek hospodaření. Paušální metodou kapitalizovaných zisků s náklady kapitálu dle stavebnicového modelu byla vypočtena hodnota vlastního kapitálu ve výši 44 805,98 tis. Kč a analytickou metodou kapitalizovaných zisků s náklady kapitálu dle stavebnicového modelu tato hodnota vlastního kapitálu vyšla 22 119,08 tis. Kč.

Účetní hodnota vlastního kapitálu společnosti Emos trading a.s. k 1.1.2010 je 70 607 tis. Kč a byla převzata z rozvahy společnosti.

Nejvyšší hodnota společnosti byla vypočtena paušální metodou kapitalizovaných zisků a naopak nejnižší hodnota byla vypočtena analytickou metodou kapitalizovaných zisků. Paušální metodu je vhodné použít v případech, kdy je v praxi obtížná jakákoliv prognóza. Týká se to hlavně podniků, které mají určitou minulost, ale jejich budoucnost je obtížně predikovatelná. Pracuje se tedy s minulými výsledky hospodaření, protože se předpokládá, že minulost je nejlepší předpověď budoucnosti a budoucí růstové možnosti se neberou v úvahu. Analytická metoda je založena na budoucnosti, ale budoucí výnos nekalkulujeme z finančních

toků, ale z hodnot budoucích zisků. A vzhledem k tomu, že u společnosti jsou budoucí zisky značně nižší, než byly v předchozích pěti letech, tak je ocenění vlastního kapitálu analytickou metodou nižší, než metodou paušální.

Dle tabulky 4.1 lze konstatovat, že nejvíce se účetní hodnotě blíží ocenění metodou paušální.

V případě prodeje společnosti Emos trading a.s. by se prodejní cena měla pohybovat mezi dolní hranicí 22 119,08 tis. Kč získanou analytickou metodou a horní hranicí 44 805,98 tis. Kč vypočítanou paušální metodou kapitalizovaných zisků.

Z hlediska finanční stability a zadluženosti je společnost hodnocena jako méně riziková, její celková zadluženost ve sledovaném období klesá. Také je finančně samostatná, protože většina aktiv je financována z vlastních zdrojů. Z finančního hlediska lze tedy společnost Emos trading a.s. považovat za finančně zdravý podnik.

V oblasti rentability však nastal velký pokles, což bylo způsobeno velkým poklesem tržeb. Na to mělo velký vliv nejen uzavření dvou maloobchodních prodejen z důvodu dopadu finanční krize, ale tato krize jako celek.

Obrátkou celkových aktiv je zjištěna efektivita využívání majetku v podniku, u níž od roku 2006 dochází k mírnému poklesu. Aby firma tomuto poklesu předešla, měla by se snažit zvyšovat tržby nebo již více nenavyšovat aktiva.

Dále bylo pomocí bankrotních modelů zjištěno, že pravděpodobnost úpadku společnosti Emos trading a.s. je malá a bankrot jí nehrozí. Co se týká hodnocení finanční stability a výnosové situace, zjišťované pomocí Kralickova Quicktestu, můžeme říci, že nejlepší výsledky byly dosaženy v roce 2007 a nejhorší v roce 2009, což bylo opět způsobeno negativním dopadem ekonomické krize.

Na základě provedených výpočtů lze říci, že firma Emos trading a.s. si vedla poměrně dobře. Za nejúspěšnější lze považovat roky 2006 a 2007. Velký propad nastal v letech 2008 a 2009, kdy se na hospodaření firmy začal nepříznivě projevovat dopad ekonomické krize, který vedl k výraznému poklesu tržeb. Došlo ke klesající spotřebě domácností, kdy se elektronika dostala na okraj zájmu spotřebitelů a zájem měli především o levnější modely.

Aby se firmě dařilo lépe, měla by pokračovat v rozvoji své maloobchodní činnosti rozšiřováním a zkvalitňováním služeb poskytovaných zákazníkovi. V oblasti ekonomiky zvyšováním ukazatelů rentability prodejen substitucí méně rentabilních za více rentabilní.

5 Závěr

Cílem diplomové práce bylo ocenění společnosti Emos trading a.s. k 1.1.2010 pro potřeby vlastníků pomocí vybraných metod. Ocenění bylo provedeno metodou DCF – equity a metodou kapitalizovaných čistých výnosů ve variantě paušální a analytické. Diplomová práce je rozdělena do tří hlavních částí.

V první části diplomové práce jsou popsána teoretická východiska oceňování podniku. Jedná se zejména o sběr vstupních dat, popis finanční analýzy a sestavení dlouhodobého finančního plánu.

Ve druhé části je představena společnost Emos trading a.s. Pomocí horizontální analýzy byly posouzeny nejdůležitější změny v položkách účetních výkazů a provedením finanční analýzy byla zhodnocena hospodářská a finanční situace firmy. Praktický výpočet poměrových ukazatelů byl zaměřen na ukazatele finanční stability a zadluženosti, likvidity, rentability a aktivity. Zároveň byla finanční situace zhodnocena dle vybraných souhrnných modelů hodnocení finanční úrovně. Na základě provedených analýz lze konstatovat, že během analyzovaného období 2005 – 2009 byla společnost rentabilní, dostatečně finančně samostatná a má nízkou zadluženost. Součástí této kapitoly bylo i samotné ocenění vlastního kapitálu společnosti vybranými výnosovými metodami a to metodou DCF – equity a metodou kapitalizovaných zisků v paušální i analytické variantě. Pro stanovení hodnoty vlastního kapitálu byl nejprve navržen dlouhodobý finanční plán v podobě výkazu zisku a ztráty a rozvaha pro roky 2010 až 2014. Dále byly vyčísleny volné peněžní toky pro vlastníky (FCFE) a stanoveny náklady na kapitál pomocí stavebnicového modelu INFA, který vychází z účetních dat. V případě prodeje společnosti Emos trading a.s. by se prodejní cena měla pohybovat mezi dolní hranicí 22 119,08 tis. Kč získanou analytickou metodou a horní hranicí 44 805,98 tis. Kč vypočítanou paušální metodou kapitalizovaných zisků.

Třetí část diplomové práce je zaměřena na návrhy a doporučení, jak situaci vylepšit, nebo zachovat její uspokojivý stav. Na základě provedených výpočtů lze říci, že firma Emos trading a.s. si dařila poměrně dobře. Za nejúspěšnější lze považovat roky 2006 a 2007. Velký propad nastal v letech 2008 a 2009, kdy se na hospodaření firmy začal nepříznivě projevovat dopad ekonomické krize, který vedl k výraznému poklesu tržeb. Došlo ke klesající spotřebě domácností. Elektronika se dostala na okraj zájmu spotřebitelů a zájem byl převážně o levnější modely. I přes tyto nepříznivé podmínky a vzrůstající tlak konkurence v tržním prostředí je zřejmé, že si tato forma maloobchodního prodeje prostřednictvím „kamenných obchodů“ může zachovat své místo na trhu.

Seznam použité literatury

Knižní zdroje

- [1] DAMODARAN, Aswath. *Damodaran on Valuation Security, Analysis for Investment and Corporate Finance*. 1st Ed. USA: John Wiley & Sons, Inc., 1994. 417 s. ISBN 0-471-0750-8.
- [2] DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 1.vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2006. 194 s. ISBN 80-86119-58-0.
- [3] HRADLOVÁ, Jana. *Hodnocení výkonnosti podniku*. Bakalářská práce, 2009.
- [4] KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-259-1.
- [5] MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku*. 1.vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2003. 402 s. ISBN 80-86119-57-2.
- [6] MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku*. 2.upravené a rozšířené vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3. s.
- [7] MCKINSEY & Company Inc.; KOLLER, T.; GOEDHART, M.; WESSELS, D. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 5. vyd. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc., 2010. 820 s. ISBN 978-0-470-42465-0.
- [8] PEEMOLLER, V. H. *Praxishandbuch der Unternehmensbewertung*. Berlin. 2001. 827s.
- [9] RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza – metody, ukazatele, využití v praxi*. 1.vyd. Praha: GRADA Publishing, 2007. 120 s. ISBN 978-80-247-1386-1.
- [10] VALACH, Josef. *Finanční řízení podniku*. 2. vyd. Praha : Ekopress, 1999. 324 s. ISBN 80-86119-21-1.
- [11] Zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku.
- [12] Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník.

Internetové zdroje

- [1] Český statistický úřad: Míra inflace [online]. 2011 [cit. 13. dubna.2011]. Dostupné z WWW: <http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/mira_inflace>
- [2] Emos [online]. 2011 [cit. 22. března 2011]. Dostupné z WWW: <<http://www.emos.cz>>
- [3] Ministerstvo financí ČR: Průzkum makroekonomických prognóz [online] dostupný z WWW:<http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/e_pruzkumy_makro_prognoz_58807.html>
- [4] Ministerstvo průmyslu a obchodu: Finanční analýza podnikové sféry za rok 2009 [online]. 2010 [cit. 11. dubna 2011]. Dostupné z WWW: <<http://www.mpo.cz/dokument76325.html>>
- [5] Obchodní rejstřík a Sbírka listin [online]. 2011 [cit. 3. března 2011]. Dostupné z WWW: <<http://www.justice.cz/xqw/xervlet/insl/index?sysinf.@typ=sbirka&sysinf.@strana=documentList&vypisListin.@cEkSub=250497&sysinf.klic=363ff4a49de56afb4bedb5545c2dc944&sysinf.spis.@oddil=B&sysinf.spis.@vlozka=1508&sysinf.spis.@soud=Krajsk%FDm%20soudem%20v%20Ostrav%EC&sysinf.platnost=3.03.2011>>

Seznam zkratk

A	aktiva celkem
a.s.	akciová společnost
atd.	a tak dále
atp.	a tak podobně
β_E	koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos tržního portfolia
β^L	koeficient citlivosti zadlužené firmy
β^U	koeficient citlivosti nezadlužené firmy
CAPM	model oceňování kapitálových aktiv
CF	cash flow
CZ	cizí zdroje
ČPK	čistý pracovní kapitál
ČR	Česká republika
ČV	upravené čisté výnosy
d	index poklesu
D	dluhy
DCF	diskontované peněžní toky
DHM	dlouhodobý hmotný majetek
DO	doba obratu
EAT	zisk po zdanění
EBIT	zisk před odečtením úroků a daní
EBT	zisk před zdaněním
$E(R_E)$	očekávaný výnos vlastního kapitálu
$E(R_M)$	očekávaný výnos tržního portfolia
ES	evropské společenství
FCF	volné peněžní tok
FCFD	volný peněžní tok pro věřitele
FCFE	volný peněžní tok pro vlastníky
FCFF	volný peněžní tok pro vlastníky i věřitele
FM	finanční majetek
INV	investice

Kč	Koruna česká
KBU	krátkodobé bankovní úvěry
KZ	krátkodobé závazky
mld.	miliadra
MPO	ministerstvo průmyslu a obchodu
OA	oběžná aktiva
OBL	obligace
ODP	odpisy
OKEČ	odvětvová klasifikace ekonomických činností
PN	provozní náklady
PH	přidaná hodnota
PPP	pohotové peněžní prostředky
R_F	bezriziková sazba
$R_{finstab}$	riziková přirážka jako riziko vyplývající z finanční stability
R_{LA}	riziková přirážka za velikost podniku
ROA	rentabilita aktiv
ROCE	rentabilita dlouhodobě vloženého kapitálu
ROE	rentabilita vlastního kapitálu
$R_{podnikatelské}$	riziková přirážka za obchodní podnikatelské riziko
σ	směrodatná odchylka
S	saldo dluhu
Sb.	sbírky
sd	sazba daně
T	tržby
TCV	trvale odnímatelný čistý výnos
THA	tržní hodnota aktiv
tj.	to jest
u	index růstu
U	úroky
UZ	úplatné zdroje
V	hodnota firmy
VH	vnitřní hodnota
VK	vlastní kapitál
w	váha

WACC	náklady celkového kapitálu
ZPL	závazky po lhůtě splatnosti
Δ	změna

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠBTUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že jeden výtisk diplomové práce bude uložen v Ústřední knihovně VŠBTUO k prezenčnímu nahlédnutí a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou (bakalářskou) práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne.....

Bc. Jana Hradilová
jméno a příjmení studenta

Adresa trvalého pobytu studenta:
Blazice 81, 768 61

Seznam příloh

- Příloha č. 1 Rozvaha společnosti Emos trading a.s. za roky 2005 – 2009
- Příloha č. 2 Výkaz zisku a ztráty společnosti Emos trading a.s. za roky 2005 – 2009
- Příloha č. 3 Výkaz cash flow společnosti Emos trading a.s. za roky 2005 – 2009
- Příloha č. 4 Horizontální analýza rozvahy
- Příloha č. 5 Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty